



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
SEPTIEMBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 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 1 de septiembre 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	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9	CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
Entorno exterior de la zona del euro	9	EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)	V
Evolución monetaria y financiera	16	DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE ENERO DEL 2003	IX
Precios y costes	50	GLOSARIO	XV
Producto, demanda y mercado de trabajo	58		
Evolución de las finanzas públicas	68		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	72		
Recuadros			
1 La relación entre el precio de los activos y la evolución monetaria	21		
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 12 de mayo y el 10 de agosto de 2004	33		
3 Medición de los tipos de interés reales en los países de la zona del euro	35		
4 ¿Cómo reaccionan los mercados de valores a variaciones de los precios del petróleo?	48		
5 Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona	53		
6 Evolución reciente de los costes laborales unitarios y sus implicaciones para la inflación de la zona del euro	55		
7 Principales indicadores económicos europeos: avances realizados hasta septiembre del 2004	61		
8 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro	65		
9 Evaluación de las previsiones presupuestarias incluidas en los programas de estabilidad y convergencia	70		
10 Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro	75		

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de septiembre 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 Euro-sistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

La decisión del Consejo de Gobierno de mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE refleja su valoración de que, pese a que existan algunos riesgos al alza para la estabilidad de precios, las perspectivas generales siguen estando en consonancia con la estabilidad de precios a medio plazo. Los tipos de interés están situados en unos niveles históricamente muy bajos, tanto en términos nominales como reales, lo que constituye un estímulo para la actividad económica. Los datos publicados en los últimos meses señalan que la recuperación económica de la zona del euro ha conservado su impulso y que debería continuar siendo vigorosa durante los próximos trimestres. La tasa de inflación ha sido ligeramente más elevada debido, principalmente, al comportamiento de los precios del petróleo. El Consejo de Gobierno seguirá manteniendo una actitud vigilante con respecto a todos los factores que pudieran suponer un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, los últimos datos publicados confirman que la recuperación económica de la zona del euro prosigue. Según el avance de Eurostat, el PIB real aumentó en el segundo trimestre de este año un 0,5%, en tasa intertrimestral, tras haberse incrementado un 0,6% en el primer trimestre. Estas tasas de crecimiento son las más elevadas que se han registrado en la zona del euro desde hace algún tiempo. La información más reciente de los indicadores de producción y de demanda sigue siendo coherente con un crecimiento sostenido de la actividad real durante el tercer trimestre del 2004, cada vez más respaldada por la demanda interna.

De cara al futuro, persisten las condiciones para que la recuperación prosiga. En conjunto, el crecimiento de la economía fuera de la zona del euro

continúa siendo vigoroso, pese a estar sujeto a fluctuaciones transitorias, lo que deberá seguir favoreciendo el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería beneficiarse del positivo entorno mundial y de unas condiciones de financiación muy favorables. El aumento de la eficiencia y de los beneficios empresariales también estimula la inversión empresarial. Asimismo, la recuperación gradual del consumo privado debería proseguir en consonancia, en términos generales, con el crecimiento de la renta real disponible. Esta última, con el desfase habitual, deberá verse fomentada adicionalmente por un incremento del crecimiento del empleo más adelante.

En este contexto, se espera que la recuperación económica de la zona del euro prosiga y que adquiera un carácter más generalizado durante los próximos trimestres, junto con un repunte ligeramente más intenso en el curso del 2005. Todo ello se refleja también en las proyecciones elaboradas en septiembre por los expertos del BCE, que estiman que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará, en promedio, entre el 1,6% y el 2,2% en el 2004, elevándose hasta el 1,8% y el 2,8% en el 2005. Estas tasas de crecimiento están próximas a la estimación de la tasa del crecimiento potencial a largo plazo y son, para los dos años, ligeramente superiores a las estimadas en las proyecciones elaboradas en junio por los expertos del Eurosistema. Las previsiones elaboradas tanto por organismos internacionales como por otras entidades presentan una perspectiva general similar.

En conjunto, parece que los riesgos para estas proyecciones están, en términos generales, equilibrados. En cuanto a los riesgos al alza, el actual impulso de la recuperación económica puede suponer una evolución más positiva del crecimiento durante los próximos trimestres. En cuanto a los riesgos a la baja, la persistencia de los desequilibrios económicos en otras zonas del mundo sigue constituyendo un motivo de preocupación y podría afectar a la sostenibilidad de la recuperación económica.

Los precios del petróleo representan otro riesgo a la baja en cuanto al crecimiento proyectado, ya

que, si se mantuviesen en un nivel superior al actualmente esperado por los mercados, podrían moderar tanto la demanda interna como externa. En la valoración de estos riesgos, no obstante, debe de tenerse en cuenta que la reciente subida de los precios del petróleo expresada en euros ha sido significativamente inferior a las de ocasiones anteriores, en las que la repercusión del incremento de los precios del petróleo en la economía mundial fue mucho mayor. Asimismo, los precios del petróleo, en términos reales, están en un nivel considerablemente por debajo de los máximos alcanzados en el pasado. Por otro lado, en comparación con las décadas de 1970 y 1980, la intensidad del uso del petróleo en la producción ha disminuido de forma significativa, tanto en la zona del euro como fuera de ella. Por último, ha de tenerse presente que, frente a anteriores períodos de fuertes alteraciones de los precios del petróleo, la subida de este año no se debe sólo a factores del lado de la oferta, sino que también se ha producido como resultado de la intensa expansión de la economía mundial. Todos estos factores contribuyen a poner en perspectiva los riesgos a la baja para la actividad económica derivados de los precios del petróleo.

Sin embargo, el comportamiento reciente de los precios del petróleo ha incidido de forma directa y apreciable sobre la evolución de los precios en la zona del euro. El avance de Eurostat sitúa la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en el 2,3% en agosto, sin variación con respecto a julio. Sobre la base de las actuales expectativas de los mercados respecto de los precios del petróleo, no parece probable que la tasa de inflación interanual recupere niveles por debajo del 2% en lo que resta de este año.

De cara al futuro, no obstante, en la actualidad no existen indicios de que en el ámbito interno se estén generando presiones inflacionistas subyacentes. La reciente evolución de los salarios ha sido moderada, y se espera que esta tendencia se mantenga durante algún tiempo, ya que el nivel de desempleo en la zona del euro continúa siendo elevado. Si así fuese, la tasa de inflación interanual podría descender por debajo del 2% en el 2005, siempre que no vuelvan a producirse perturbaciones extraordinarias de los precios, como las

originadas por los precios del petróleo, los impuestos indirectos y los precios administrados.

En este contexto, las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE sitúan la tasa de inflación interanual medida por el IAPC entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004, y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2005. El nivel inferior de estos intervalos, tanto para el 2004 como para el 2005, es ligeramente superior al estimado en las proyecciones de junio. Las proyecciones sobre la inflación elaboradas por los expertos del BCE coinciden sustancialmente con otras previsiones publicadas recientemente.

Pese a ello, existen ciertos riesgos al alza para las tasas de inflación proyectadas. En concreto, existen motivos de preocupación en cuanto al comportamiento de los precios del petróleo, que podría seguir incidiendo de manera apreciable sobre la inflación. La subida de los precios del petróleo supone también el riesgo de que se produzcan efectos secundarios sobre la fijación de salarios y precios, un riesgo que se eleva cuando la recuperación económica cobra intensidad. Otro riesgo al alza está relacionado con la evolución futura de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Los riesgos al alza para la inflación se reflejan además en el elevado nivel de las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo derivadas de los indicadores de los mercados financieros. Si bien estos indicadores han de interpretarse siempre con prudencia, sus niveles actuales requieren una especial vigilancia.

Por lo que se refiere al análisis monetario en que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, la tasa de crecimiento interanual de M3 se ha moderado de forma significativa desde el verano del 2003. Esta moderación representa en gran medida la normalización de la evolución de la asignación de carteras, tras la disminución de las incertidumbres económica y financiera de carácter excepcional existentes entre el 2001 y los primeros meses del 2003.

Sin embargo, el crecimiento de M3 continúa siendo considerable. Parece que el proceso de reversión de los desplazamientos de cartera efectuados con anterioridad se está produciendo con mayor lenti-

tud de la que se hubiera podido esperar considerando los patrones históricos. Esto puede ser reflejo de la mayor aversión de los hogares y las empresas por el riesgo, dadas las pérdidas bursátiles que sufrieron entre el 2000 y la primavera del 2003. Por otro lado, el reducido nivel de los tipos de interés continúa favoreciendo la expansión monetaria, en especial la de los activos más líquidos incluidos en el agregado monetario estrecho M1.

El reducido nivel de los tipos de interés parece estar estimulando también el crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado, que se ha incrementado hasta alcanzar una tasa bastante elevada durante los últimos meses. A este respecto, la tasa de crecimiento de las hipotecas inmobiliarias de los hogares es bastante elevada y se asocia con la evolución relativamente dinámica del mercado inmobiliario y de los precios de los inmuebles en varios países de la zona del euro.

El nivel de liquidez existente en la zona del euro sigue siendo sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista, y no es posible determinar cómo se utilizará este exceso de liquidez en el futuro. Si una parte significativa de estos activos líquidos se transformase en saldos para transacciones, especialmente en un período de mejora de la confianza y de intensificación de la actividad económica, los riesgos inflacionistas aumentarían. Asimismo, el elevado exceso de liquidez y el intenso crecimiento del crédito podrían originar un fuerte incremento de los precios de los activos.

En síntesis, aunque el análisis económico apunta unas perspectivas acordes con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, es necesario realizar un seguimiento atento de una serie de riesgos alcistas. El contraste con el análisis monetario también avala la adopción de una actitud de extrema vigilancia en cuanto a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios.

En lo concerniente a la política fiscal, los últimos datos referidos al 2004 indican que, probablemente, la mayor parte de los países de la zona del euro no cumplirán los objetivos presupuestarios inicialmente establecidos en sus programas de estabilidad actualizados. En algunos casos, los países parecen haber basado sus programas en unos supuestos sobre la evolución económica excesivamente optimistas. Además, algunos países han aplicado un número de medidas de saneamiento inferior al inicialmente previsto. En consecuencia, no es probable que el saldo presupuestario agregado mejore en el 2004. Ha de darse prioridad al avance en la consolidación presupuestaria, que debería formar parte de unos planes de reforma globales que favoreciesen el crecimiento.

En relación con el marco presupuestario de la UE, el Consejo de Gobierno mantiene su convencimiento de que no es necesario modificar el texto del Tratado ni el del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Pacto constituye un marco apropiado para que la evolución presupuestaria de los países sea tratada en igualdad de condiciones. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno considera que es posible introducir mejoras en la aplicación del Pacto.

En consonancia con las Orientaciones Generales de Política Económica, es preciso que las políticas económicas estén orientadas a fomentar el crecimiento y la estabilidad de la zona del euro, lo cual requiere esfuerzos continuados para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. En este sentido, varios gobiernos de la zona del euro han adoptado medidas decididas durante los últimos meses. Resulta importante que el impulso de las reformas se mantenga, aprovechando la recuperación económica. Así, no sólo mejoraría la eficiencia general de la economía y las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la zona del euro, sino que también se reforzarían las bases para una recuperación económica sostenida.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En consonancia con las expectativas existentes, el segundo trimestre del 2004 se caracterizó por una moderación de la tasa de crecimiento de la economía internacional, tras el intenso ritmo de actividad registrado en los meses anteriores. Aunque la demanda agregada se mantiene en niveles elevados, también se vio negativamente afectada por la escalada de los precios del petróleo. Pese a esta situación, las perspectivas económicas en el entorno exterior de la zona del euro continúan siendo favorables.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En consonancia con las expectativas existentes, el ritmo de actividad de la economía mundial se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre del año, tras un primer trimestre de crecimiento intenso (véase gráfico 1). La escalada de los precios del petróleo afectó tanto al poder adquisitivo de los hogares como al entorno económico empresarial. El gasto de los hogares se ha moderado en Estados Unidos, mientras que, en Japón, se ha estancado la inversión empresarial.

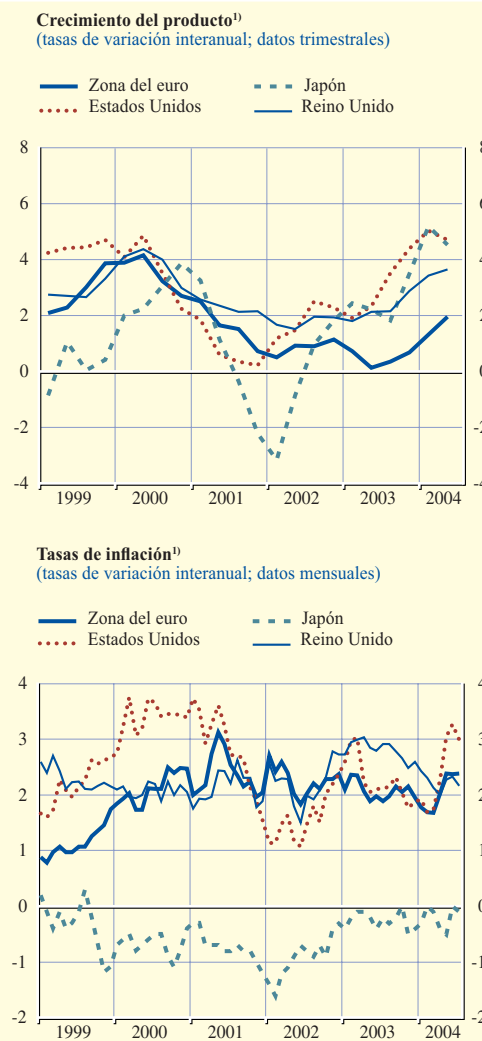
Aunque Estados Unidos y Asia continúan siendo los dos principales motores de la actividad económica internacional, otros países y regiones también están contribuyendo de forma creciente a la recuperación mundial. Así, el ritmo de actividad ha sido muy intenso en los nuevos Estados miembros de la UE y en varias economías emergentes de América Latina.

Las presiones inflacionistas, aun tendiendo a aumentar, han seguido siendo bastante moderadas en la mayoría de los países, a pesar del crecimiento económico relativamente vigoroso y de la fuerte subida de los precios de las materias primas. Los incrementos salariales, relativamente modestos, han desempeñado un papel importante en la contención de la inflación.

ESTADOS UNIDOS

En los últimos meses, la actividad económica ha experimentado una desaceleración en Estados Unidos. Según las estimaciones preliminares, en el segundo trimestre del 2004 el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 2,8%, frente al 4,5% del trimestre anterior. Esta desaceleración se debió fundamentalmente a la notable ralentización del gasto real en consumo personal. Conforme a los patrones de evolución del pasado año, la inversión fija privada constituyó la principal aportación al crecimiento del PIB real en el segundo trimestre. La contribución al crecimiento de la demanda ex-

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

terior neta fue negativa, como resultado de un moderado aumento de las exportaciones, compensado con creces por el fuerte incremento de las importaciones.

De cara al futuro, se espera que, aun manteniendo su solidez, la tasa de crecimiento del gasto en inversión fija privada no residencial experimente una cierta moderación con respecto a los intensos ritmos recientes. Por lo que respecta a los hogares, aunque los datos del mes de julio sugieren un nuevo fortalecimiento del gasto en consumo personal, el aumento de las rentas no avala plenamente esta interpretación. La continuidad de la dinámica del gasto en consumo de los hogares requiere un incremento de la tasa de crecimiento de las rentas del trabajo en términos reales, en vista de la desaparición progresiva de los efectos de anteriores políticas macroeconómicas, de unos niveles de endeudamiento históricamente elevados y de unas tasas de ahorro en porcentaje de la renta disponible muy reducidas en relación con los promedios históricos. Asimismo, las recientes subidas de los precios de la energía podrían reducir el poder adquisitivo de los hogares en el corto plazo.

Tras las subidas de los meses precedentes, el crecimiento interanual del IPC experimentó una cierta moderación en julio, situándose en el 3%, frente al 3,3% registrado en el mes de junio. Este descenso obedeció, en buena medida, a la considerable caída de los precios de la gasolina, aunque afectó a un amplio número de componentes. La tasa de inflación interanual, medida por el IPC, una vez excluidos los alimentos y la energía, fue del 1,8%, descendiendo 0,1 puntos porcentuales con respecto a junio.

El 10 de agosto, y por segunda vez consecutiva, 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 1,5%. Aun cuando el Comité reiteró su opinión de que es probable que la desaceleración de la actividad económica obedezca a una fuerte subida de los precios de la energía, en su declaración también se apuntaba que *«con todo, la economía está preparada para recuperar un ritmo de expansión más intenso»*.

JAPÓN

En Japón, el crecimiento se desaceleró en el segundo trimestre del 2004, aunque se considera que la dinámica de crecimiento subyacente es sólida. El PIB real creció un 0,4% en tasa intertrimestral, tras el 1,6% que, conforme a cifras revisadas al alza, avanzó en el primer trimestre. La descomposición de los cifras del PIB muestra que la demanda exterior continúa siendo un importante factor de estímulo, con un incremento intertrimestral de las exportaciones del 3,5%, así como un mayor equilibrio de las contribuciones al crecimiento de las exportaciones a Europa, Asia y Estados Unidos. El crecimiento de las importaciones se ralentizó en cierta medida, con el resultado de una aportación positiva de la demanda exterior neta de 0,3 puntos porcentuales. En cuanto a la vertiente interna, el crecimiento del consumo privado mantuvo su solidez, a un ritmo intertrimestral del 0,6%, como reflejo de las mejoras observadas en el mercado de trabajo y en la renta disponible. El gasto en inversión privada no residencial, que, en períodos previos había constituido un importante factor de crecimiento, se mantuvo constante en el segundo trimestre, pese al aumento de los pedidos de maquinaria y a los sustanciales beneficios empresariales. Por otra parte, la caída de la inversión pública se aceleró a medida que se implantaba el programa de saneamiento presupuestario.

Frente a los buenos resultados registrados en el conjunto de la economía japonesa durante el primer semestre del 2004, la actividad futura podría debilitarse conforme el ritmo de crecimiento se aproxima a su tasa potencial. La contribución de la demanda exterior neta podría reducirse, dado que se espera una ralentización de la demanda exterior y la continuidad de un fuerte ritmo importador. En la vertiente interna, sin embargo, un aumento adicional de las rentas y nuevas mejoras de la situación del mercado de trabajo podrían respaldar el consumo privado. Asimismo, se prevé una recuperación de la inver-

sión privada, como sugieren el sólido crecimiento de los beneficios de las empresas y la mejora del clima empresarial.

En este contexto, las presiones deflacionistas parecen haberse atenuado ligeramente. En julio del 2004, la tasa de variación interanual del IPC fue del -0,1%, situándose en el -0,2% una vez excluido el componente de alimentos frescos. El alza de los precios de las materias primas y de los bienes intermedios provocaron ese mismo mes una subida interanual del 1,6% en el índice de precios de bienes empresariales (anteriormente denominado índice de precios al por mayor). La evolución del deflactor del PIB continúa siendo indicativa de unas presiones deflacionistas más acusadas, al haber descendido un 2,6%, en tasa interanual, durante el segundo trimestre del año. Un crecimiento sostenido de la actividad económica por encima de su tasa potencial augura mayores presiones alcistas sobre los precios. El Banco de Japón, en su reunión del 10 de agosto, decidió mantener sin cambios su objetivo para el saldo en cuentas corrientes, fijado en 30-35 billones de yenes.

REINO UNIDO

El crecimiento económico continuó siendo intenso en el Reino Unido. El PIB real creció a un ritmo intertrimestral del 0,7% en el primer trimestre del 2004, un 3,4% por encima que en el mismo período del año anterior. Los últimos datos procedentes de la contabilidad nacional indican el mantenimiento de ese fuerte ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre del año, con un avance intertrimestral del PIB real de un 0,9% (el 3,7%, en tasa interanual). La actividad económica siguió obedeciendo al impulso de la demanda interna, con un papel destacado de la inversión (con un crecimiento intertrimestral del 1,4%), seguida del gasto de los hogares (1,1%) y del consumo público (1%). Tanto las exportaciones como las importaciones crecieron en el segundo trimestre del presente año a unas tasas intertrimestrales del 2,2% y del 1,9%, respectivamente.

La inflación interanual medida por el IAPC fue del 1,4% en julio (frente al 1,6% registrado en junio), con el componente de mobiliario y equipamiento del hogar como principal factor bajista. La inflación de los precios de la vivienda mantuvo su fortaleza. Así, el índice Halifax aumentó un 21,5%, en tasa interanual, durante el segundo trimestre del 2004 (el 22,1% en el mes de julio), mientras que la subida de los precios de la vivienda en el conjunto del país fue del 19,4% en ese mismo período (el 20,3% en julio). En el primer trimestre del año en curso, la productividad agregada de la economía creció a una tasa interanual del 1,9%, al tiempo que los costes laborales unitarios se incrementaron a un ritmo interanual del 3,5%. Por otra parte, la remuneración salarial media —con independencia de la inclusión o no de los componentes variables— se mantuvo sin cambios en el segundo trimestre de 2004.

El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra elevó de nuevo el 5 de agosto su tipo repo en 0,25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75%, tras las subidas decididas en mayo y junio del 2004, lo que constituye el quinto aumento desde noviembre de 2003. El Comité justificó su decisión de agosto haciendo referencia al continuo dinamismo de la evolución macroeconómica en el Reino Unido, con un intenso crecimiento del producto y unas encuestas de opinión que indican una persistencia de la citada expansión.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Suecia, el PIB real creció durante el segundo semestre del 2004 a una tasa intertrimestral del 0,9% (es decir, a un ritmo interanual ajustado por el número de días laborables del 3,4%), frente al 0,8% observado en el primer trimestre. La principal aportación al crecimiento del producto procedió de la demanda exterior neta, al tiempo que la inversión experimentó una notable recuperación. La inflación interanual medida por el IAPC fue del 1,2% en julio del 2004, la misma que la tasa media de inflación registrada en el segundo trimestre del año. El tipo repo se ha mantenido en el 2%, desde marzo del 2004.

Asimismo, se considera que las previsiones de inflación medida por el IAPC continúan siendo coherentes con el objetivo de inflación del banco central, establecido en un $2\% \pm 1$ punto porcentual, durante el horizonte contemplado. El crecimiento del PIB real podría permanecer por encima de la tasa potencial en los próximos trimestres, principalmente como resultado del intenso crecimiento de las exportaciones y de una recuperación de la inversión.

En Dinamarca, el PIB real continuó creciendo en el segundo trimestre del año a una tasa intertrimestral del 0,2%. La inversión y el consumo privado fueron los dos principales factores que contribuyeron al crecimiento del PIB real en los dos primeros trimestres del 2004, al tiempo que la demanda exterior neta realizaba también una aportación positiva. Además, el consumo público creció tras un período previo de estancamiento, mientras que las existencias sufrían un sustancial deterioro. La tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumentó desde un 0,5% en abril hasta un 1,1% en julio del 2004, principalmente como resultado de los precios más altos de la energía. El Danmarks Nationalbank ha mantenido sin cambios el tipo de interés de los préstamos y los créditos en el 2,15% desde junio del 2003. De cara al futuro, se prevé una recuperación del PIB real, sustentada en un fortalecimiento de la inversión y del consumo privado. Se prevé que la inflación medida por el IAPC registre un ligero incremento, fundamentalmente como consecuencia del alza de los precios de importación.

La situación económica parece haber mejorado durante los últimos meses en los nuevos Estados miembros de la UE. En Polonia, continuó la recuperación económica con un crecimiento interanual del PIB real del 6,9% en el primer trimestre del 2004, frente al 4,7% observado en el trimestre anterior. Los indicadores a corto plazo sugieren que el crecimiento económico siguió siendo intenso en el segundo trimestre del año. La recuperación se ha visto favorecida fundamentalmente por el fuerte avance de las exportaciones y, más recientemente, también por la demanda interna. La inflación interanual medida por el IAPC volvió a subir con fuerza, a una tasa del 4,7%, en julio del 2004, frente al 4,3% registrado en junio, principalmente como resultado de la evolución de los precios de los alimentos y de la energía, así como de las subidas de impuestos indirectos derivadas de la adhesión a la UE. En este contexto, entre junio y agosto del 2004 el Narodowy Bank Polski ha elevado en tres ocasiones su tipo de interés oficial, totalizando 125 puntos básicos, hasta situarlo en el 6,5%.

En la República Checa, el PIB real creció un 3,1%, en tasa interanual, durante el primer trimestre del 2004 (3,3% en el trimestre anterior). El crecimiento de la inversión y del consumo privado experimentó un impulso transitorio resultante de la anticipación de las modificaciones introducidas en el IVA en mayo del 2004, mientras que el crecimiento del consumo agregado interno se desaceleró a consecuencia de un descenso del consumo público. Además, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real mantuvo un signo negativo. Por otra parte, los indicadores de actividad han continuado siendo positivos en el segundo trimestre del 2004. La inflación interanual medida por el IAPC fue del 3,1% en julio del 2004. El aumento constante de la inflación durante el año en curso ha obedecido principalmente a los efectos de los cambios en los impuestos indirectos y en los precios administrados, así como al alza de los precios del petróleo. El 24 de junio, el Česká národní banka (CNB) decidió elevar en 25 puntos básicos su tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 2,25%. Esa variación constituyó la primera modificación desde agosto del 2003 y la primera subida desde julio del 2001. El 26 de agosto, el CNB incrementó de nuevo su tipo de interés oficial en otros 25 puntos básicos, hasta el 2,5%.

En Hungría, ha continuado la recuperación con un crecimiento del PIB real del 4,2%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2004 y, conforme a los datos preliminares, del 4% en el segundo trimestre. El crecimiento del primer trimestre del año se vio alentado fundamentalmente por el intenso repunte de la formación bruta de capital fijo y por el vigoroso crecimiento de las exportaciones, mientras que el consumo privado se desaceleró de forma sustancial. En el segundo trimestre, la formación bruta de capital

fijo ralentizó su ritmo de crecimiento en comparación con la cifra excepcionalmente elevada del primer trimestre, pero mantuvo su solidez, con una tasa interanual del 10%. En general, los indicadores de actividad económica confirman que, en el segundo trimestre del año, la economía siguió dando signos de fortaleza. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 7,8% en mayo del 2004, para descender hasta el 7,2% en julio. El 16 de agosto, el Magyar Nemzeti Bank decidió reducir en 50 puntos básicos su tipo de interés oficial, hasta el 11%, teniendo en cuenta la reciente disminución de la prima de riesgo de los activos denominados en forint, la mejora en la composición del crecimiento y la moderación de la inflación observada en los últimos meses.

La recuperación continuó en los nuevos Estados miembros de la UE de menor tamaño, con un crecimiento del producto particularmente vigoroso durante el primer trimestre del 2004 en los países bálticos y en Eslovaquia, y con una mayor moderación en Eslovenia, Malta y Chipre. La inflación se elevó en la mayoría de estos nuevos Estados miembros, mientras que, en Eslovenia, el proceso de desinflación se detuvo. Esta evolución de los precios obedece, principalmente, a cambios en la imposición indirecta, a aumentos de los precios administrados y de los alimentos y al alza de los precios de la energía. Hasta mediados de junio, el Banka Slovenije redujo sus tipos de interés oficiales en varias ocasiones, con el fin de estrechar el diferencial de tipos de interés con respecto a la zona del euro antes de que se fijara el tipo de cambio al integrarse en el MTC II el 28 de junio. Desde esa fecha, los tipos de interés oficiales no han experimentado cambios. Por otra parte, Eslovaquia redujo en 50 puntos básicos su tipo de interés oficial, hasta el 4,5%, con el objeto de frenar las presiones tendentes a una apreciación de la corona.

En Suiza, las cifras de contabilidad nacional más recientes han mostrado la continuidad de la recuperación económica en el primer trimestre del 2004. Las últimas encuestas sugieren una nueva aceleración de la economía en el segundo trimestre. La economía suiza se ha beneficiado de una pujante demanda exterior y de un repunte de la demanda interna, impulsado por una mejora de la confianza de los consumidores y unas condiciones favorables a la inversión. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC alcanzó en agosto el 1%, frente al 0,9% registrado en el mes de julio. El 17 de junio, y en respuesta a la paulatina consolidación de la recuperación económica, el Banco Nacional Suizo decidió elevar en 0,25 puntos porcentuales la banda de objetivos para el tipo Libor a tres meses, situándolo entre el 0% y el 1%, así como mantener dicho tipo de interés en mitad de la citada banda.

Por último, la economía rusa ha continuado creciendo con rapidez, y el PIB se incrementó el 7,4%, en términos interanuales, en el primer trimestre del 2004, en un contexto de precios del petróleo elevados y de pujanza de la inversión y del consumo privado. El crecimiento interanual de la producción industrial se moderó en julio, situándose en el 4,5%, frente al 9,2% registrado en junio.

ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, las últimas informaciones disponibles señalan el mantenimiento de una dinámica de crecimiento muy vigorosa. Las exportaciones de las principales economías de la región aún siguen creciendo a un ritmo rápido, estimuladas por una demanda sostenida procedente de Estados Unidos y por los intensos flujos comerciales dentro de la propia región. Además, la demanda interna viene mostrando una notable fortaleza en la mayoría de estos países.

En China, la actividad económica continúa creciendo fuertemente, aunque se ha desacelerado ligeramente con respecto al ritmo alcanzado en el primer trimestre. Esta ralentización se ha debido en buena parte a las políticas contractivas encaminadas a enfriar determinados sectores sobrecalentados. La producción industrial aumentó un 15,5%, en tasa interanual, durante el mes de julio, impulsada por las exportaciones y la inversión en activo fijo, que crecieron, respectivamente, a unos ritmos interanuales del 33% y del 31%. Las ventas al por menor crecieron a una tasa interanual del 13,2%. Durante ese mes, la inflación interanual

medida por el IPC ascendió hasta el 5,3%, alentada por las subidas de los precios de los alimentos y de la vivienda. Por otra parte, el crecimiento de M2 se redujo hasta el 15,3%.

En Corea del Sur, la expansión de la actividad económica ha sido por lo general muy intensa, con un ritmo de crecimiento interanual de la producción industrial del 12,8% en el mes de julio. Este resultado favorable continúa basándose, sin embargo, en un rápido crecimiento de las exportaciones, mientras que la demanda interna sigue siendo moderada. El 12 de agosto, el Banco de Corea decidió recortar su tipo de interés oficial desde el 3,75% hasta el mínimo histórico del 3,5%.

Las perspectivas económicas siguen siendo positivas en Asia, excluido Japón, para lo que resta del año en curso y el 2005. Se espera que el entorno exterior continúe siendo favorable, al tiempo que se considera probable que la demanda interna se recupere en la mayoría de los países de la región.

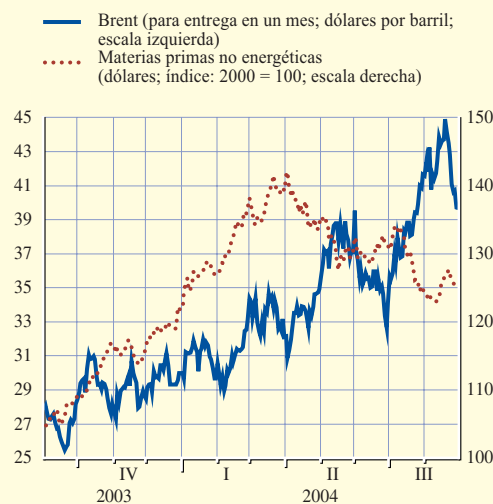
AMÉRICA LATINA

Los recientes indicadores económicos apuntan hacia una consolidación de la recuperación económica en América Latina. La actividad de la economía brasileña ha vuelto a intensificarse, con un crecimiento interanual de la producción industrial superior al 10% en el período comprendido entre mayo y junio. Esta expansión continúa liderada por las exportaciones y la inversión empresarial. En México, el PIB real aumentó un 3,9% en tasa interanual, con lo que ya son cinco los trimestres consecutivos caracterizados por un crecimiento interanual positivo. La economía se está viendo favorecida por un incremento de las ventas a Estados Unidos, así como por un gran dinamismo de la construcción de viviendas y de inmuebles de uso comercial. Por otra parte, la economía argentina aún sigue registrando favorables tasas interanuales de crecimiento, a pesar de que se mantiene la incertidumbre acerca de las negociaciones con los acreedores externos. En conjunto, las perspectivas económicas de América Latina son prometedoras, si bien la posibilidad de nuevas subidas de tipos de interés en Estados Unidos constituye un motivo de preocupación, dada la dependencia del endeudamiento externo que padece la región.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo alcanzaron sus máximos niveles históricos en agosto del 2004, impulsados por la combinación de una pujante demanda, las inquietudes por el lado de la oferta y una limitada capacidad extractiva no utilizada, para retroceder ligeramente hacia fin de mes. La demanda mundial de petróleo está resultando más fuerte de lo previsto, impulsada por una demanda creciente procedente de Asia y Estados Unidos. Pese a los mayores suministros de crudo, las inquietudes por el lado de la oferta han generado presiones al alza sobre los precios. Estas inquietudes se derivan sobre todo de la amenaza de que se produzcan ataques contra las infraestructuras petrolíferas de los principales países productores de Oriente Medio, de las tensiones políticas en Nigeria y Venezuela, así como del conflicto entre el Gobierno ruso y la mayor compañía productora de petróleo de Rusia. Además, dado que la mayoría de los produc-

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Datastream y HWWA.

tores están bombeando crudo a ritmos cercanos a su máxima capacidad extractiva, la capacidad de producción mundial no utilizada se ha reducido notablemente, quedando sólo un pequeño margen para amortiguar posibles perturbaciones inesperadas en el mercado del petróleo. Con todo, el actual nivel de precios del crudo contiene una «prima» considerable que no es posible explicar por las tensiones existentes en las variables fundamentales del mercado del petróleo. El 31 de agosto, el barril de Brent cotizaba a 39,68 dólares estadounidenses (32,76 euros) (véase gráfico 2). Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados durante el resto del año.

Los precios de las materias primas no energéticas han retrocedido en los últimos meses, tras alcanzar, a comienzos de abril del 2004, sus niveles máximos en muchos años. Aun así, en julio del 2004, los precios en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas fueron un 27,4% más altos que en el mismo período del año anterior.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas a medio plazo de la economía mundial, fuera de la zona del euro, continúan siendo positivas, pese a la subida de los precios de las materias primas y a la persistencia de las incertidumbres geopolíticas. En líneas generales, las condiciones financieras siguen siendo bastante favorables al crecimiento. Además, los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresas, en los principales socios comerciales de la zona del euro siguen registrando niveles elevados, que indican un sólido ritmo de actividad económica en los próximos meses. No obstante, los elevados precios del petróleo, en caso de mantenerse, supondrían un riesgo a la baja para la fortaleza de la recuperación.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento de M3 ha registrado un descenso considerable desde el verano del 2003, impulsado por el cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios. No obstante, la dinámica a más corto plazo de M3 se ha fortalecido de nuevo en los últimos meses, debido a que sus componentes más líquidos, incluidos en el agregado estrecho M1, han aumentado con rapidez. El intenso crecimiento de M1 es consecuencia del hecho de que los bajos tipos de interés están estimulando la demanda de activos líquidos. El reducido nivel de los tipos de interés también ha contribuido al fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda ha sido especialmente vigorosa. Además, la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras también se ha recuperado, aunque a partir de unas tasas de crecimiento iniciales más reducidas. En general, el análisis monetario exige un atento seguimiento en cuanto a la materialización de riesgos al alza para la estabilidad de precios.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

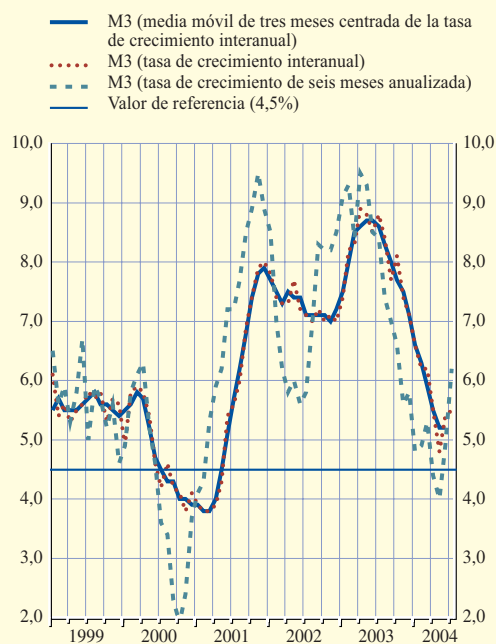
La tasa de crecimiento interanual de M3 se elevó ligeramente, hasta el 5,5%, en julio del 2004, desde el 5,4% del mes anterior. Tras el considerable descenso del crecimiento monetario observado desde mediados del 2003 (véase gráfico 3), la dinámica a más corto plazo de M3 ha vuelto a fortalecerse en los últimos meses. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3 fue del 6,5% en julio del 2004, bastante más elevada que en abril, mes en que se situó en torno al 4,5%.

Datos recientes indican que la evolución monetaria se ha visto impulsada por dos factores opuestos. Por un lado, la normalización del comportamiento de los hogares y las empresas de la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras parece haber continuado en los últimos meses. Tras la extraordinariamente acusada preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y el 2003, los residentes en la zona del euro han vuelto a invertir en activos a más largo plazo, como valores de renta variable, desde comienzos del 2003, a medida que ha ido desapareciendo la excepcional incertidumbre reinante en los mercados financieros. Este factor tiende a moderar el crecimiento de M3, aunque la evidencia disponible indica que los inversores pueden estar actuando con mayor cautela que en el pasado en lo que respecta a la reestructuración de carteras en favor de activos de mayor riesgo. Es probable que esta cautela se deba, en parte, a las cuantiosas minusvalías registradas en el mercado de renta variable entre el 2000 y el 2003.

Por otra parte, el crecimiento de M3 continúa impulsado por el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro. El reducido coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos está estimulando la demanda de dinero, sobre todo de los instrumentos incluidos en el agregado monetario estrecho M1. Además, la demanda de dinero por

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



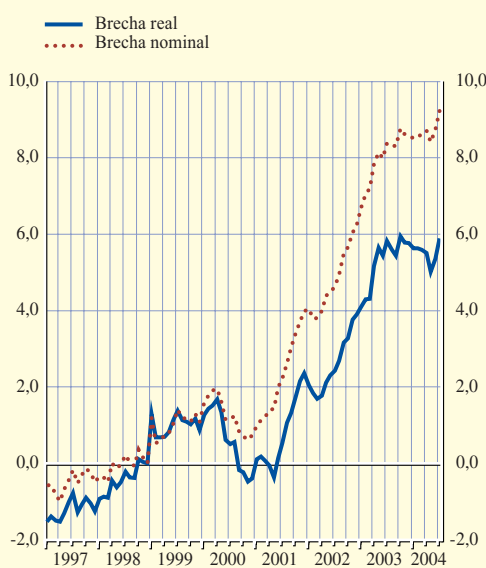
Fuente: BCE.

motivos de precaución parece seguir siendo bastante intensa en un entorno con un nivel de confianza de los consumidores relativamente bajo.

El exceso de liquidez acumulado como consecuencia de los anteriores desplazamientos de cartera sigue siendo considerable, lo que refleja las tendencias observadas últimamente en el crecimiento de M3. En la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. Esto queda patente en la evolución de las medidas de las brechas monetarias nominal y real, que refleja la desviación acumulada del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia desde comienzos de 1999¹. Aunque estas medidas se han estabilizado en los últimos trimestres (véase gráfico 4), han permanecido en niveles relativamente elevados. Aunque el nivel absoluto de estas medidas debe interpretarse con cierta cautela, ya que depende, en gran medida, de la elección del período base, es indicativo de la existencia de un considerable exceso de liquidez en la zona del euro.

Gráfico 4 Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

(en porcentaje del saldo de M3; ajustadas de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Véase la nota 1 a pie de página para más detalles.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso general del crecimiento de M3 observado desde mediados del 2003 se debe a la moderación de todos sus componentes principales. Sin embargo, en los últimos meses se ha registrado una recuperación de la demanda de activos muy líquidos incluidos en el agregado monetario estrecho M1. La tasa de crecimiento interanual de este agregado se elevó hasta el 10,1% en julio, desde el 9,6% del mes anterior (véase cuadro 1). El intenso crecimiento de M1 está siendo impulsado por los rápidos incrementos de las tenencias de sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista. Aunque la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se ha moderado levemente en los últimos meses, se ha mantenido muy elevada en términos absolutos, situándose en el 21,6% en el segundo trimestre del 2004. Esta evolución obedece a la persistente reposición a niveles anteriores de las tenencias de efectivo por parte de los residentes de la zona del euro tras la introducción de la moneda única, y a la fuerte demanda de billetes de euro de fuera de la zona. La demanda de depósitos a la vista ha continuado sustentada en el muy reducido coste de oportunidad de mantener estos instrumentos líquidos, consecuencia del históricamente bajo nivel de los tipos de interés nominales vigentes en la zona del euro. Es interesante señalar que el detalle por sectores de las tenencias de estos depósitos apunta a que la recuperación de la demanda de estos activos en los últimos meses puede haberse visto estimulada, principalmente, por las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista de los hogares ha permanecido bastante estable desde mediados del 2003 (véase gráfico 5). La relativamente intensa demanda de depósitos a la vista por parte de las sociedades no financieras podría apuntar a una acumulación de fondos internos en un momento de mejora de los beneficios empresariales.

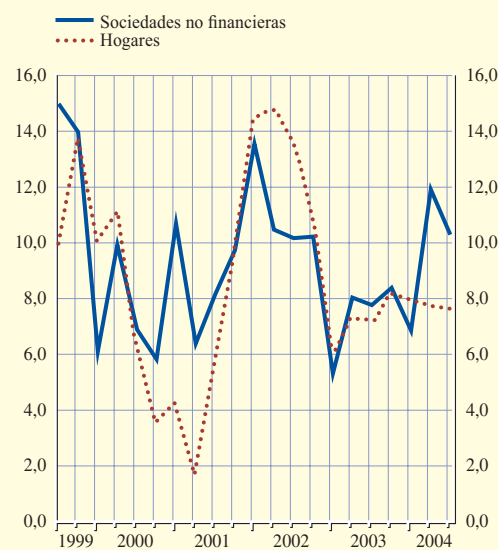
1 La medida de la brecha monetaria nominal que figura en el gráfico se refiere a la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario amplio igual a su valor de referencia, el 4,5%, desde diciembre de 1998 (tomado como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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se ha estabilizado en un nivel relativamente moderado en los últimos meses, situándose en el 1,7% en julio. La estabilidad observada en la tasa de crecimiento interanual del agregado oculta una reducción de la tasa de descenso interanual de los depósitos a plazo hasta dos años y una disminución de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. El principal factor que ha influido en el moderado crecimiento de la demanda de estos instrumentos parece ser su remuneración, relativamente reducida, que les resta atractivo, sobre todo si se comparan con los depósitos a la vista, más líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 ha experimentado un pronunciado descenso desde mediados del 2003. En julio del 2004, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de estos activos se situó en el 2,9%, frente al 3,6% del mes anterior. Este comportamiento oculta una evolución divergente de los componentes de este agregado. Cabe señalar que la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario mantuvo una clara tendencia a la baja y se situó en el 3,3% en julio, desde el 4,5% de junio y el 8,6% del primer trimestre de este año. La disminución de la demanda de estos activos, seguros pero de bajo rendimiento, que a menudo mantienen los hogares como una forma segura de ahorro en épocas

Gráfico 5 Tasas de crecimiento interanual de los depósitos a la vista por sectores

(datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual						
		2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 Jun	2004 Jul
M1	44,6	11,3	11,4	11,0	11,1	10,2	9,6	10,1
Efectivo en circulación	6,7	35,7	29,6	26,5	24,0	21,6	21,1	20,0
Depósitos a la vista	37,9	8,2	8,9	8,8	9,1	8,5	7,7	8,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,8	5,7	5,8	4,9	3,3	1,7	1,7	1,7
Depósitos a plazo hasta dos años	15,7	0,2	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-6,8	-6,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,1	10,1	11,6	11,1	9,2	8,1	8,0	7,4
M2	85,3	8,4	8,6	7,9	7,2	6,0	5,7	5,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,7	10,3	7,6	6,0	2,4	1,9	3,6	2,9
M3	100,0	8,7	8,4	7,6	6,5	5,4	5,4	5,5
Créditos a residentes en la zona del euro	169,6	4,8	5,3	5,9	5,8	6,0	6,5	6,3
Crédito a las Administraciones Públicas	36,7	3,4	4,8	6,6	6,1	6,5	7,6	6,4
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,4	-0,4	1,0	1,5	1,2	2,2	2,6	2,5
Crédito al sector privado	132,9	5,2	5,5	5,7	5,7	5,9	6,2	6,3
Préstamos al sector privado	115,6	4,7	4,9	5,3	5,4	5,6	6,0	6,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	52,1	5,6	5,8	6,7	7,4	8,4	8,6	8,6

Fuente: BCE.

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

de incertidumbre económica y financiera, es ilustrativa de la normalización en curso del comportamiento de los hogares y empresas de la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de las cesiones temporales se tornaron positivas en junio y julio, tras haber sido negativas, en su mayor parte, en los meses anteriores. No obstante, estos últimos componentes suelen ser algo volátiles.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado ha registrado una ligera tendencia al alza en los últimos meses, y en julio alcanzó el 6,2%, desde el 6% del mes anterior y el 5,4% registrado en el primer trimestre del 2004 (véase cuadro 1). La recuperación de los préstamos al sector privado también queda confirmada si se considera la dinámica a más corto plazo de este agregado. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada se situó próxima al 7% en julio, más elevada que en meses anteriores.

El mayor crecimiento de los préstamos al sector privado se debe a los incrementos observados en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras, aunque desde puntos de partida diferentes (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se ha incrementado en los últimos meses, desde un nivel ya relativamente elevado, situándose en el 7,3% en julio, frente al 6,6% del primer trimestre del 2004. El fuerte endeudamiento de los hogares obedeció, principalmente, a la intensa demanda de préstamos para adquisición de vivienda que, a su vez, se ha beneficiado del reducido nivel de los tipos de interés hipotecarios de la zona del euro. El vigor de los préstamos hipotecarios se asocia a la intensa evolución del mercado de la vivienda en algunos países de la zona del euro (véase el recuadro 5, titulado «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona»). A este respecto, el fuerte crecimiento del crédito podría convertirse en un factor impulsor del aumento de los precios inmobiliarios en estos países (véase el recuadro 1, titulado «La relación entre el precio de los activos y la evolución monetaria»).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras se mantuvo moderada en comparación con la de los préstamos a hogares, pero, no obstante, ha mostrado una ten-

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

(fin de período; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 Jun	2004 Jul
Sociedades no financieras	42,1	3,7	3,6	3,5	3,3	4,0	4,3
Hasta un año	31,0	0,5	-0,9	-0,8	-2,5	-2,0	-1,1
De uno a cinco años	17,4	2,5	4,5	3,1	3,8	6,4	5,9
Más de cinco años	51,6	6,3	6,5	6,6	6,9	7,1	7,2
Hogares²⁾	50,2	5,5	5,8	6,4	6,6	7,2	7,3
Crédito al consumo ³⁾	13,6	3,5	3,0	2,9	4,4	5,5	5,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	67,5	7,2	7,4	8,1	8,4	9,0	9,2
Otras finalidades	18,9	1,4	2,4	3,2	2,3	2,3	2,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	5,0	10,5	13,1	9,4	18,8	16,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	6,9	3,5	5,9	11,7	9,0	8,8	9,1

Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, véase la nota 2 del cuadro 2.4, de 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 del SEC 95.

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

dencia al alza en los últimos meses (la tasa de crecimiento interanual fue del 4,3% en julio, desde el 3,3% del primer trimestre de este año). Parece que la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras puede estar recuperándose como consecuencia de las mejores perspectivas macroeconómicas y de los reducidos niveles de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Esta interpretación está avalada por los resultados de la encuesta de préstamos bancarios en la zona del euro del Eurosistema de julio del 2004². La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a otros sectores (empresas de seguros y fondos de pensiones, así como intermediarios financieros no monetarios) también se mantuvo elevada en julio.

La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas se mantuvo relativamente alta, en el 6,4%, en julio, en parte debido a las mayores necesidades de financiación del sector público en algunos países de la zona del euro. En general, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro fue del 6,3% en julio.

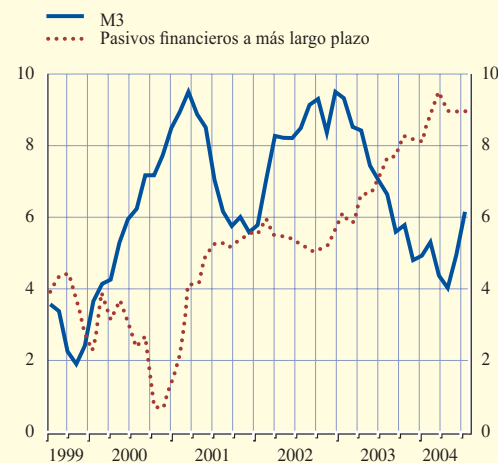
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) se ha estabilizado en niveles relativamente elevados en los últimos meses, tras registrar un incremento en el segundo semestre del 2003 y primeros meses de este año. El mayor interés de los inversores de la zona del euro por estos instrumentos confirma la opinión de que se está realizando una reestructuración de carteras, sustituyendo activos monetarios por otros a más largo plazo (véase gráfico 6), y de este modo, aporta evidencia en cuanto a que se está produciendo un cambio de sentido gradual que apunta a una normalización del comportamiento de los hogares y las empresas en la asignación de carteras.

Por último, el incremento interanual de los activos exteriores netos de las IFM fue relativamente reducido, en términos absolutos, en los doce meses transcurridos hasta julio, tras la tendencia bajista observada desde el segundo semestre del 2003 (véase gráfico 7). Dado que la evolución de estos activos refleja las transacciones entre residentes y no residentes en la zona del euro que se liquidan a través del sector de las IFM de la zona, esta evidencia apunta a un renovado interés por las acciones y participaciones y bonos de fuera de la zona del euro por parte de los hogares y empresas de la zona. Por consiguiente, constituye otra indicación de la normalización del comportamiento en cuanto a la asignación de carteras, con cambios de sentido desde activos monetarios.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, por un lado, la mayor expansión de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y el descenso de los flujos interanuales de los activos exteriores netos indican que se está produciendo una reasignación de carteras en favor de activos no monetarios, amortiguando con ello el crecimiento de M3. Por otro lado, la

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

(tasas de variación de seis meses anualizadas)



Fuente: BCE.

² Véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2004», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

expansión relativamente intensa del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, impulsada por el reducido nivel de los tipos de interés, continúa teniendo un fuerte impacto positivo en el crecimiento de M3. En general, aunque el efecto señalado en primer lugar fue predominante en el primer semestre del 2004, en los últimos meses ha prevalecido el segundo, favoreciendo el efecto en M3.

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

Dada la lentitud del reajuste de los anteriores desplazamientos de cartera, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Aunque la evolución monetaria sigue influenciada por el cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera, parece que el crecimiento de M3 está siendo impulsado, de manera creciente, por los bajos tipos de interés. Si partes considerables de estas tenencias de liquidez se transformaran en transacciones reales, sobre todo en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica, aumentarían los riesgos inflacionistas. Por consiguiente, el análisis monetario confirma la necesidad de efectuar un atento seguimiento en lo que respecta a la materialización de los riesgos para la estabilidad de precios. Además, el considerable exceso de liquidez y el pronunciado crecimiento del crédito podrían provocar fuertes incrementos del precio de los activos.

Además, el considerable exceso de liquidez y el pronunciado crecimiento del crédito podrían provocar fuertes incrementos del precio de los activos.

Recuadro I

LA RELACIÓN ENTRE EL PRECIO DE LOS ACTIVOS Y LA EVOLUCIÓN MONETARIA

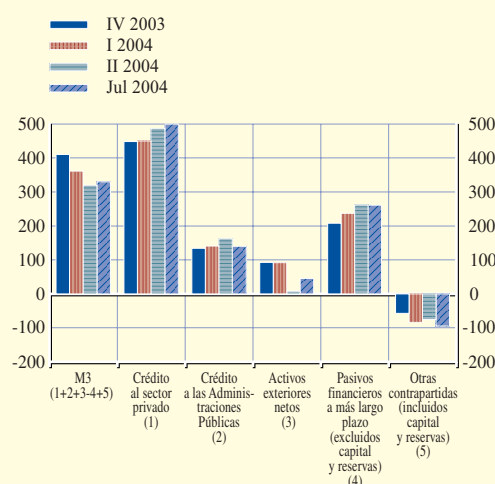
Al menos desde la Gran Depresión de los años treinta, los economistas y los responsables de la política económica han sido conscientes de los efectos perjudiciales que pueden tener las grandes fluctuaciones del precio de los activos, como, por ejemplo, de las acciones y de los inmuebles, sobre el comportamiento económico general. La experiencia de Japón en la década de los noventa ha confirmado que, en determinadas circunstancias, los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos pueden ser muy perniciosos, pues pueden generar inestabilidad financiera y, en última instancia, inestabilidad macroeconómica.

Desde el punto de vista de la política monetaria, los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos plantean un reto significativo. En particular, es importante que los bancos centrales puedan identificar las fuentes que determinan las variaciones del precio de los activos, con el fin de calibrar la respuesta de política económica adecuada¹. Concretamente, es fundamental distinguir entre las variaciones del precio de los activos provocadas por cambios en las «variables fundamentales» actuales y esperadas en el futuro (v.g., mayores beneficios y crecimiento de la productividad, que justificarían un aumento del precio de las acciones) y las variaciones derivadas de las desviaciones con respecto

¹ Véase, por ejemplo, F. Smets (1997), *Financial assets and monetary policy: Theory and evidence*, BIS Working Paper n.º 47 y B. Dupor (2002), «Comment on monetary policy and asset prices», *Journal of Monetary Economics*, 49(1), pp. 99-106.

Gráfico 7 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

a esas «variables fundamentales» (v.g., expectativas muy optimistas sobre la evolución futura del precio de las acciones)². Este último caso se conoce como «burbuja del precio de los activos». El estallido final de tales burbujas puede desestabilizar el sistema financiero y la economía real. Al mismo tiempo, a un nivel práctico, también se reconoce que distinguir entre las fuentes fundamentales y no fundamentales de las fluctuaciones del precio de los activos en tiempo real es una tarea extremadamente difícil, pues las estimaciones del valor de equilibrio del precio de los activos suelen estar sometidas a un elevado grado de incertidumbre.

Sin embargo, a este respecto diversos estudios han mostrado que el análisis de la evolución monetaria y crediticia puede ser de gran utilidad. Como señalaron hace tiempo estudios pioneros en este tema³, los ciclos alcistas y bajistas que se producen en los mercados de activos han estado fuertemente asociados a lo largo de la historia con importantes movimientos en los agregados monetarios y crediticios. Existen varios motivos por los que la evolución monetaria y el comportamiento del precio de los activos tienden a estar correlacionados positivamente. Uno de ellos es que ambos conjuntos de variables pueden reaccionar en el mismo sentido a la política monetaria o a las perturbaciones económicas de carácter cíclico. Por ejemplo, un crecimiento monetario y crediticio intenso puede ser indicativo de una política monetaria excesivamente laxa, y esto puede afectar a la evolución de los precios en los mercados de activos. Además, pueden estar en funcionamiento mecanismos de retroalimentación. Por ejemplo, el valor de los activos de garantía se incrementa durante las fases alcistas del precio de los activos permitiendo que se produzca en el sistema bancario una mayor extensión del crédito para fines de inversión, lo que puede potenciar el incremento del precio de los activos. Durante las fases bajistas puede observarse el mecanismo opuesto.

Recientemente, una serie de estudios ha confirmado que resulta útil considerar tanto la evolución monetaria como la crediticia como indicadores adelantados de la acumulación de desequilibrios financieros y que también es de utilidad para evaluar las posibles consecuencias de fluctuaciones bruscas del precio de los activos. En particular, un estudio reciente del Banco de Pagos Internacionales (BPI) analiza el comportamiento de varios indicadores a la hora de predecir episodios de crisis financiera en 34 países desde los años setenta⁴. El análisis sugiere que las medidas de las brechas de crédito (desviaciones del crédito en relación con el PIB respecto de las tendencias históricas por encima de un determinado umbral) son los mejores indicadores adelantados de futuros problemas financieros. El estudio indica asimismo que se puede mejorar el comportamiento de estos indicadores si se combina con medidas de otros desequilibrios financieros, tales como brechas en el precio de los activos y brechas de inversión. Un estudio reciente efectuado por los expertos del BCE examina la evidencia relativa a los episodios de alzas en el precio de los activos desde los años setenta en 18 países pertenecientes a la OCDE⁵. En él se distingue entre ciclos alcistas con costes elevados y ciclos alcistas con costes reducidos, dependiendo del patrón de crecimiento económico posterior al alza. Según este análisis, una de las pocas diferencias sólidas y significativas entre estos dos tipos de ciclos alcistas parece ser que en los primeros años de los ciclos alcistas con costes elevados se produce un crecimiento monetario y crediticio real mayor que la media del período anterior al alza.

2 Para una discusión más detallada de este tema, véase el artículo titulado «El mercado de valores y la política monetaria» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2002, pp. 38-51. Véanse también las actas del seminario del BCE sobre «Asset prices and monetary policy», 11-12 de diciembre de 2003 (<http://www.ecb.int>).

3 Véanse, por ejemplo, I. Fisher (1932), *Booms and depressions*, Nueva York, Adelphi, y C. Kindleberger (1978), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, Nueva York, J. Wiley & Sons, Inc.

4 Véanse C. Borio y P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Paper n.º 114, y C. Borio y P. Lowe (2004), *Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness?*, BIS Working Paper n.º 157.

5 Véase C. Detken y F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, ECB Working Paper n.º 364.

Varios autores han analizado ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos anteriores y, con la perspectiva del tiempo transcurrido, han considerado que se han realizado considerables errores de política económica. La evidencia sugiere que los agregados monetarios hubieran proporcionado información útil sobre la orientación de política económica adecuada, complementaria a referencias estándar como las suministradas por reglas de Taylor sencillas⁶. Además, se ha considerado que tras el estallido de una burbuja, el seguimiento de los agregados monetarios es, con frecuencia, de una importancia crucial para evitar importantes riesgos deflacionistas⁷.

La evidencia de que los indicadores monetarios y crediticios pueden proporcionar información de utilidad sobre la evolución de los desajustes del precio de los activos y la inestabilidad financiera es uno de los motivos por el que se atribuye un papel destacado al análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE. Al mismo tiempo, como destaca la literatura económica sobre el tema, la relación entre precio de los activos, dinero y crédito es compleja y posiblemente cambiante en el tiempo. Por ejemplo, en particular en momentos de gran incertidumbre y turbulencia financiera, los efectos de sustitución del dinero por el precio de los activos pueden ser sustanciales, como indica la experiencia de la zona del euro en el período comprendido entre los años 2001 y 2003. Por lo tanto, no puede suponerse ninguna relación mecánica entre la evolución monetaria y la del precio de los activos. Por el contrario, el banco central debe analizar cuidadosamente todos los factores implicados, en particular la situación general del balance del sector financiero, de los hogares y de las empresas, e interpretar la naturaleza de las fluctuaciones del dinero y del crédito.

6 Véase B. McCallum (1999), «Recent developments in the analysis of monetary policy rules», en *Review*, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, volumen 81, n.º 6; A.H. Meltzer (2001), «Money and monetary policy: An essay in honor of Darryl Francis», en *Review*, Banco de la Reserva Federal de St. Louis, volumen 83, n.º 5; y O. Issing (2002), «Monetary policy in a changing environment», contribución al simposio sobre «Rethinking stabilization policy» celebrado en el Banco de la Reserva Federal de Kansas City (Jackson Hole, agosto 2002).

7 Véanse, por ejemplo, M. Bordo y A. Filardo (2004), «Deflation in a historical perspective», artículo presentado en la conferencia «Understanding low inflation and deflation» celebrada en Brunnen, Suiza, 18-19 de junio de 2004, y L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2003), «The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), pp. 1119-1197.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en el segundo trimestre del 2004. Esta evolución obedeció al aumento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, que se vio compensada por un considerable descenso de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. Durante el citado trimestre, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones, permaneciendo en un nivel moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

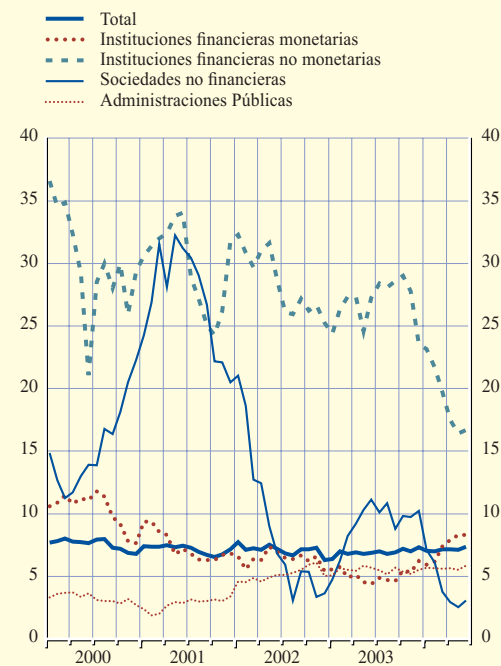
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó levemente, hasta el 7,2%, en el segundo trimestre del 2004 (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo continuó disminuyendo, y cayó desde el 3,7% del primer trimestre del 2004 hasta el 1,6% del segundo. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se mantuvo vigorosa, situándose en el 7,8%. Los emisores parecen haber ampliado el vencimiento medio de su deuda en los últimos meses con el fin de aprovechar las condiciones de financiación a largo plazo, todavía favorables, a pesar del relativamente pronunciado diferencial entre los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo, y, posiblemente, debido a las expectativas de subida de los tipos de interés en el futuro.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó 1,7 puntos porcentuales, hasta el 8%, en el segundo trimestre del 2004 (véase cuadro 3). La tendencia alcista observada en la emisión de valores distintos de acciones de las IFM en el primer semestre del 2004 puede deberse a la mejora de las condiciones de financiación y del crédito de las IFM, como se reflejó, por ejemplo, en el aumento de las elevaciones de las calificaciones crediticias observado en este sector.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por 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, se redujo 4,2 puntos porcentuales, hasta el 10,3%, en el segundo trimestre del 2004. El origen de este descenso fue una disminución considerable, de 3,7 puntos porcentuales, hasta el 3%, de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras en el citado período. De este modo, las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras en el primer semestre del 2004 fueron considerablemente inferiores a la tasa media de crecimiento interanual, el 8,9%, registrada en el 2003, lo que, en parte, obedeció al aumento de la financiación interna y a los persistentes esfuerzos de reestructuración de la

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2004 II	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾				
		2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II
Valores distintos de acciones	9.172	6,8	6,9	7,1	7,1	7,2
IFM	3.477	4,8	4,7	5,4	6,3	8,0
Instituciones financieras no monetarias	719	26,4	28,1	27,6	22,1	17,4
Sociedades no financieras	602	9,7	10,3	9,7	6,7	3,0
Administraciones Públicas	4.373	5,6	5,4	5,4	5,6	5,6
<i>De las cuales:</i>						
Administración Central	4.135	4,7	4,7	4,6	4,9	5,0
Otras Administraciones Públicas	238	29,4	22,8	22,4	21,4	18,4
Acciones cotizadas	3.770	1,0	1,1	1,1	1,3	1,1
IFM	583	0,8	0,8	1,3	1,9	2,3
Instituciones financieras no monetarias	358	1,6	2,1	2,4	3,1	1,7
Sociedades no financieras	2.829	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8

Fuente: BCE.

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

deuda por parte de las empresas de la zona del euro (véase también la sección 2.4). En cuanto a los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual descendió 4,7 puntos porcentuales, hasta el 17,4%, en el segundo trimestre del 2004, un nivel todavía elevado, debido, en parte, a la emisión indirecta de deuda por parte de las sociedades no financieras a través de filiales financieras y entidades de propósito especial, así como a la intensa actividad de titulización (sobre todo por parte de las IFM). Más recientemente, en el mes de junio, se observó un leve repunte de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias.

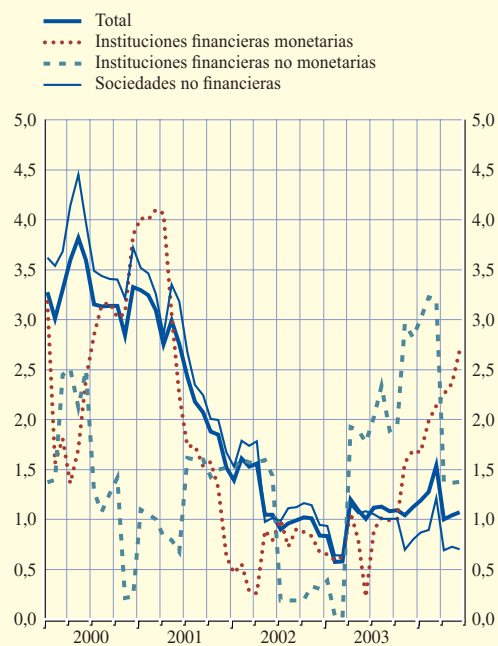
En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas prácticamente no experimentó variaciones, situándose en el 5,6% en el segundo trimestre del 2004. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se elevó levemente, hasta el 5%, en el segundo trimestre del 2004, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otros sectores públicos, principalmente las Administraciones regionales y locales, descendió ligeramente, hasta el 18,4%, aunque se mantuvo elevada.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel muy reducido y descendió moderadamente, desde el 1,3% del primer trimestre del 2004 hasta el 1,1% del segundo (véanse gráfico 9 y cuadro 3). Esta evolución fue consecuencia del menor crecimiento de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras, hasta el 0,8%, en términos interanuales, en el segundo trimestre del 2004. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se elevó 0,4 puntos porcentuales, hasta el 2,3%, en el segundo trimestre del 2004, continuando con la tendencia al alza que comenzó en el primer trimestre del 2003. En cierta medida, esta trayectoria puede deberse al hecho de que algunas IFM están intentando fortalecer su base de capital y de que se están beneficiando de su capacidad para sacar provecho de los mercados de capital. Por último, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias, incluidas las empresas de seguros, descendió hasta 1,4 puntos porcentuales, hasta el 1,7% en el segundo trimestre del 2004. La moderada actividad observada, en términos generales, en el mercado primario de acciones en los últimos trimestres puede deberse al relativamente elevado coste de las acciones y a que, actualmente, las necesidades de financiación del sector empresas son limitadas. A pesar de que, en estos momentos, las condiciones del mercado primario de acciones son comparativamente difíciles, la evidencia anecdótica señala a un ligero repunte de las ofertas públicas en los últimos meses.

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)

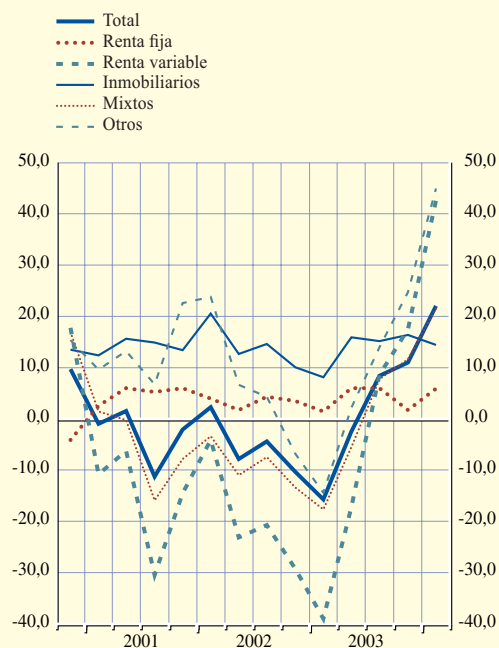


Fuente: BCE.

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

Gráfico 10 Activos totales de los fondos de inversión (detalle por política de inversión)

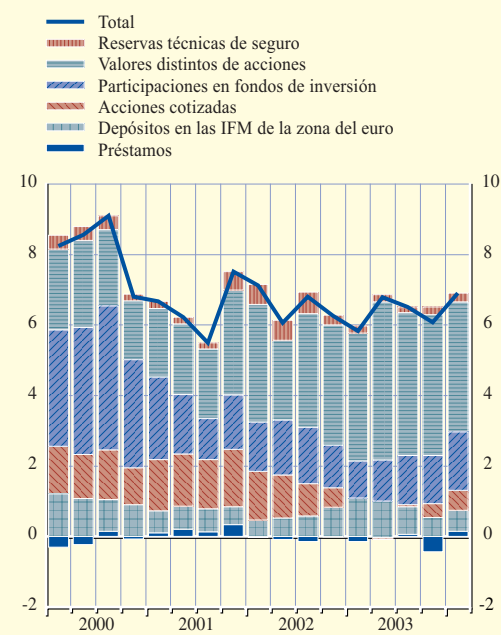
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 11 Inversión financiera de las empresas de seguro y los fondos de pensiones

(tasas de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

2.3 INVERSORES INSTITUCIONALES

Los datos sobre la inversión financiera por parte de los fondos de inversión, las empresas de seguros y los fondos de pensiones en el primer trimestre del 2004 confirman que sigue aumentando gradualmente el interés de los inversores institucionales por los valores de renta variable.

FONDOS DE INVERSIÓN

La tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro continuó incrementándose en el primer trimestre del 2004, situándose en el 22%, frente al 11% del último trimestre del 2003 (véase gráfico 10). El origen de esta trayectoria estuvo en el aumento de la tasa de variación interanual del valor de los activos totales de todas las categorías de fondos de inversión, con la excepción de los fondos inmobiliarios, cuya tasa de variación interanual se situó en el 14% en el primer trimestre del 2004, en comparación con el 16% del último trimestre del 2003. La tasa de variación interanual del valor de los activos totales en poder de los fondos de renta variable registró un pronunciado incremento desde el 17% del último trimestre del 2003 hasta el 43% del primer trimestre del 2004. También se registró un aumento de la tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de renta fija, hasta el 6%, desde el 2% del último trimestre del 2003.

La subida registrada por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio en el primer trimestre del 2004 explica, en gran parte, el aumento de la tasa de variación interanual del valor de los activos totales en poder de los fondos de renta variable, dado que estas variaciones incluyen los efectos de valoración.

EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro se elevó hasta el 6,9% en el primer trimestre del 2004, desde el 6,1% del último trimestre del 2003. Esta evolución obedeció al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las empresas de seguros y los fondos de pensiones y, en particular, por la mayor tasa de crecimiento interanual de la adquisición de acciones cotizadas, una trayectoria que refuerza la paulatina tendencia al alza observada en la adquisición de acciones cotizadas desde el primer trimestre del 2003 (véase gráfico 11).

2.4 FINANCIACIÓN E INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

La tasa de crecimiento interanual de la financiación del sector no financiero descendió en el primer trimestre del 2004, y se estima que ha permanecido prácticamente estable en el segundo trimestre. En cuanto a la evolución por sectores, la financiación de las sociedades no financieras se mantuvo moderada en los últimos trimestres, debido, posiblemente, a las medidas de reestructuración de la deuda en curso y al mayor ahorro interno. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la financiación de los hogares de la zona del euro se incrementó de nuevo, desde un nivel ya elevado, como consecuencia de la fuerte demanda de préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento de la financiación de las Administraciones Públicas se mantuvo estable, en niveles altos.

FINANCIACIÓN DEL SECTOR NO FINANCIERO

La tasa de crecimiento interanual de la financiación del sector no financiero de la zona del euro descendió hasta el 4,3% en el primer trimestre del 2004, desde el 4,8% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda también se redujo, hasta el 4,8% en el primer trimestre del 2004, desde el 5,5% del último trimestre del 2003. A partir de la información obtenida de estadísticas monetarias y bancarias y de estadísticas sobre emisiones de valores, se calcula que la financiación total del sector no financiero creció un 4,25% en el segundo trimestre del 2004, similar a la tasa de crecimiento registrada en el primer trimestre.

En cuanto a los hogares, el crecimiento de la financiación total del sector se mantuvo vigoroso en el primer trimestre del 2004, como consecuencia, principalmente, de la intensa demanda de préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares se incrementó hasta el 7,4% en el primer trimestre del 2004 (véase cuadro 4), superior a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares en el mismo período. Esta trayectoria puede tener su origen en la persistencia de una elevada tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por otras instituciones financieras a los hogares en el contexto de la titulización hipotecaria observada en determinados países.

Sólo se dispone de información reciente, esto es, incluido el segundo trimestre del 2004, sobre los préstamos del sector de las IFM a los hogares (véase cuadro 2). Estos datos proporcionan un detalle del endeudamiento de los hogares en función de la finalidad del préstamo, y confirman la persistencia del pronunciado crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda. También ponen de manifiesto que la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo de las IFM aumentó hasta algo más del 5% a finales del segundo trimestre. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a hogares (incluidos los préstamos a empresas individuales) se estabilizó, en términos generales, en el primer semestre del 2004.

Las mayores necesidades de financiación de los hogares quedan reflejadas en el aumento del endeudamiento en relación con el PIB, que se situó en el 53% en el primer semestre del 2004. Las estimaciones

de la deuda en relación con el PIB en el segundo trimestre del 2004 ascienden al 54% (véase gráfico 12). A pesar de que el endeudamiento de los hogares registra máximos históricos, los reducidos tipos de interés vigentes a todos los plazos implican que los pagos por intereses en relación con la renta disponible de los hogares no se han incrementado, y permanecen en niveles bastante inferiores a los observados a principios de la década de los noventa. No obstante, el ritmo de crecimiento de la deuda conlleva un aumento de los reembolsos en el futuro, lo que puede afectar a la renta disponible para gasto.

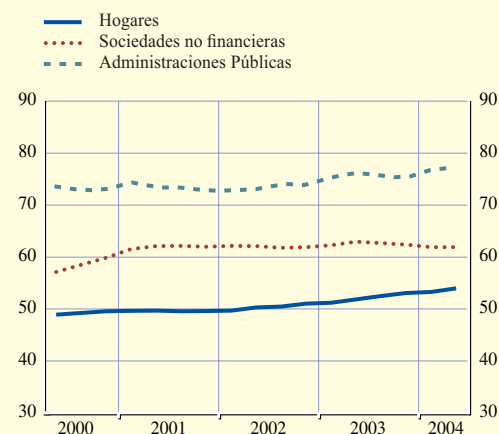
En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la financiación total y de la financiación mediante deuda siguió descendiendo en el primer trimestre del 2004, y se estima que se ha estabilizado en torno al 2%, un nivel relativamente reducido, en el segundo. El origen de la moderación de la financiación mediante deuda observada en el primer semestre del 2004 fueron los pronunciados descensos del crecimiento de los préstamos y de la emisión de valores distintos de acciones. La desaceleración de la financiación mediante deuda puede deberse no sólo al hecho de que es posible que, en el segundo semestre del 2003, se registrara cierta financiación anticipada para el 2004, sino también a que las sociedades no financieras han estado utilizando los mayores niveles de ahorro interno de los últimos meses, consecuencia de las mejores ganancias empresariales, para reducir y reestructurar el exceso de deuda acumulado en los años anteriores. Además, la persistencia de una escasa actividad de fusiones y adquisiciones y el moderado nivel de la formación de capital fijo pueden haber contribuido a contener la demanda de financiación externa. En el cuadro 4 también se indica que, en los últimos meses, algunas empresas pueden haber sustituido las emisiones de valores distintos de acciones por la financiación mediante préstamos porque las entidades de crédito han adoptado criterios de concesión del crédito más favorables.

En los meses que han transcurrido del 2004, la financiación mediante acciones de las sociedades no financieras se mantuvo en el nivel, bastante moderado, observado en los dos últimos años, debido a la difícil situación todavía imperante en el mercado primario de acciones y a la debilidad de la demanda de financiación externa, en términos generales, por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro. No obstante, considerando la actual fase del ciclo económico, la tasa de crecimiento de la financiación total del sector no financiero no parece registrar un bajo excepcional desde una perspectiva histórica. En general, esta evolución está en consonancia con la actual recuperación económica, en la que las empresas registran aumentos de los beneficios y todavía no han empezado a invertir en capital fijo a gran escala.

Se estima que la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras se mantuvo estable, en niveles relativamente elevados, en el segundo trimestre del 2004 (véase gráfico 12). Este fue también el caso de la deuda en relación con los beneficios empresariales (medida por el excedente de explotación,

Gráfico 12 Endeudamiento del sector no financiero en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase el cuadro 4. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la deuda en relación con el PIB es algo más baja en la cuentas financieras trimestrales, sobre todo por el hecho de que no se incluyen los préstamos concedidos a los sectores no financieros y a las entidades de crédito de fuera de la zona del euro. El endeudamiento de las Administraciones Públicas en relación con el PIB no coincide exactamente con la definición de Maastricht, debido a diferencias en la valoración, cobertura y tratamiento de los intereses devengados.

Cuadro 4 Financiación del sector no financiero de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la financiación del sector ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2002	2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II ²⁾
Sector no financiero	100	4,5	4,1	3,9	3,9	4,4	4,8	5,2	4,8	4,3	4,25
<i>Del cual:</i> financiación a largo plazo ³⁾	85,4	4,7	4,5	4,5	4,1	4,2	4,4	5,0	4,7	4,6	5
Endeudamiento ⁴⁾	83,2	5,3	5,1	4,6	4,8	5,5	5,8	6,0	5,5	4,8	5
<i>Del cual:</i> endeudamiento a corto plazo	14,6	2,9	1,8	0,7	2,3	5,5	7,1	6,3	5,0	2,8	1,75
<i>Del cual:</i> endeudamiento a largo plazo	68,6	5,9	5,8	5,5	5,3	5,5	5,5	5,9	5,6	5,3	5,75
Hogares^{4),5)}	23,1	5,7	6,0	6,1	6,5	6,7	6,5	7,1	7,1	7,4	7,5
<i>De los cuales:</i> endeudamiento a corto plazo	7,2	-0,2	0,7	0,2	0,8	-0,3	-1,6	-1,5	-0,9	0,3	1,5
<i>De los cuales:</i> endeudamiento a largo plazo	92,8	6,2	6,5	6,7	7,1	7,3	7,2	7,9	7,8	8,0	8,25
Sociedades no financieras	43,6	4,1	3,3	2,7	2,5	3,0	3,4	3,7	3,0	1,8	1,5
<i>De las cuales:</i> financiación a largo plazo	81,8	4,9	4,7	4,2	3,5	3,4	3,3	3,9	3,4	2,5	2
Endeudamiento ⁴⁾	61,5	6,4	5,5	3,8	4,0	5,1	5,2	5,1	4,2	2,2	2
<i>Del cual:</i> endeudamiento a corto plazo	18,2	0,6	-2,9	-3,8	-2,2	0,9	3,9	3,0	1,5	-0,9	-0,5
<i>Del cual:</i> endeudamiento a largo plazo	43,3	9,3	9,7	7,5	7,0	7,0	5,8	6,1	5,4	3,6	3,25
<i>Del cual:</i> préstamos	49,5	5,2	5,1	3,2	3,9	4,6	4,3	4,4	3,2	1,6	1,5
<i>Del cual:</i> valores distintos de acciones	8,1	15,6	8,9	6,8	4,1	8,0	11,3	9,4	10,0	4,2	4
<i>Del cual:</i> reservas de fondos de pensiones	3,9	4,6	4,6	4,9	5,3	5,6	5,9	6,0	6,2	6,1	6
Acciones cotizadas	38,5	1,7	0,9	1,2	0,7	0,4	0,8	0,9	0,8	1,0	0,5
Administraciones Públicas⁴⁾	33,3	4,2	4,0	4,3	4,2	5,0	5,8	5,9	5,4	5,3	5,5
<i>De las cuales:</i> endeudamiento a corto plazo	15,1	9,0	12,3	10,4	11,9	17,1	16,3	15,6	13,4	9,8	5,25
<i>De las cuales:</i> endeudamiento a largo plazo	84,9	3,5	2,8	3,4	3,0	3,1	4,0	4,3	4,1	4,5	6
<i>De las cuales:</i> préstamos	17,0	0,4	-0,6	-0,8	-1,9	-1,5	0,8	2,6	3,1	3,0	3
<i>De las cuales:</i> valores distintos de acciones	79,6	4,6	4,6	5,0	5,2	6,1	6,5	6,2	5,7	5,7	6
<i>De las cuales:</i> pasivos de la Administración Central en forma de depósitos	3,4	16,2	15,8	15,8	12,3	14,7	13,4	13,2	8,9	7,5	6,75
Endeudamiento en relación con el PIB											
Hogares		50	50	50	51	51	52	53	53	53	54
Sociedades no financieras		62	62	62	62	62	63	63	62	62	62
Administraciones Públicas		73	73	74	74	75	76	76	75	77	77
Ratio deuda-capital de las sociedades no financieras		121	142	189	184	210	184	183	166	160	162

Fuente: BCE.

Nota: Véase también el cuadro 3.2, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

1) A fin del primer trimestre del 2004. Endeudamiento a corto y largo plazo y financiación de los sectores, en porcentaje de la financiación. Endeudamiento de los sectores a corto y largo plazo e instrumentos financieros, en porcentaje de la financiación del sector. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Las cifras correspondientes al trimestre más reciente son estimaciones basadas en las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y de emisiones de valores.

3) La financiación a largo plazo, es decir, con un plazo a la emisión superior a un año, incluye los préstamos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo, las acciones cotizadas y las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

4) El endeudamiento incluye los préstamos, los valores distintos de acciones, las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos. El endeudamiento a corto plazo, es decir, con un plazo a la emisión de hasta un año, incluye los préstamos a corto plazo, los valores distintos de acciones a corto plazo y los pasivos de la Administración Central en forma de depósitos. El endeudamiento a largo plazo es igual a la financiación a largo plazo, excluidas las acciones cotizadas.

5) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

que se ha incrementado en los trimestres anteriores). En cambio, se calcula que la ratio deuda-capital tendió a aumentar ligeramente en el segundo trimestre del 2004, principalmente como resultado de la moderada evolución del mercado de renta variable durante este período (véase cuadro 4).

La tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda de las Administraciones Públicas se mantuvo prácticamente estable, en el 5,3%, en el primer trimestre del 2004. Este intenso crecimiento obedeció a la débil situación presupuestaria de muchos gobiernos de la zona del euro. Tras la dependencia de los gobiernos de la financiación a corto plazo observada en el 2003, en el primer trimestre del 2004 se registró cierta moderación. Según la información disponible hasta la fecha, se estima que la financiación total de las Administraciones Públicas, que creció a un ritmo interanual del 5,5%, prácticamente no experimentó variaciones en el segundo trimestre del 2004.

INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

Sólo se dispone de datos sobre inversión financiera por parte del sector no financiero hasta el primer trimestre del 2004. Estos datos muestran que la tasa de crecimiento interanual se situó en el 4,5% en el primer trimestre, sin variaciones con respecto al cuarto trimestre del 2003 (véase cuadro 5).

Los datos correspondientes al primer trimestre del 2004 confirman la persistencia del cambio de sentido gradual de los anteriores desplazamientos de cartera, en el que se están transfiriendo, con lentitud, fondos desde activos monetarios líquidos hacia activos a más largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de la inversión directa en acciones cotizadas por parte del sector no financiero se incrementó en el primer trimestre del 2004, aunque se mantuvo moderada. Además, la tasa de crecimiento interanual de la inversión a largo plazo en valores distintos de acciones se elevó en el citado trimestre. Por consiguiente, los datos de las cuentas financieras avalan las conclusiones extraídas a partir del análisis monetario.

Cuadro 5 Inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasa de crecimiento interanual									
		2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II
Inversión financiera	100	4,3	4,2	4,4	3,9	4,3	4,6	4,7	4,5	4,5	.
Efectivo y depósitos	37,9	4,8	4,8	4,7	5,0	5,9	6,4	6,5	5,5	5,4	.
Valores distintos de acciones	12,5	2,0	1,5	2,0	0,9	-0,6	-2,4	-3,4	-2,3	-0,2	.
<i>De las cuales:</i> a corto plazo	1,2	-26,9	-26,6	-15,8	-14,0	-16,1	-14,6	-23,7	-16,4	-4,8	.
<i>De las cuales:</i> a largo plazo	11,3	7,4	5,9	4,7	3,0	1,3	-1,1	-1,0	-0,6	0,3	.
Participaciones en fondos de inversión	12,4	5,6	6,1	6,3	4,7	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	.
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9,7	3,4	4,3	4,5	3,4	4,4	5,8	6,4	6,5	5,5	.
<i>De las cuales:</i> participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	21,0	18,1	16,6	12,1	11,9	13,5	9,2	8,4	1,6	.
Acciones cotizadas	12,7	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,8	1,3	2,2	2,0	2,2	.
Reservas técnicas de seguro	24,6	7,3	7,2	7,2	6,4	6,4	6,5	6,6	6,7	6,5	.
M3 ²⁾		7,3	7,2	7,2	7,0	8,3	8,5	7,7	7,1	5,4	5,4
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-2,7	-9,6	-9,0	-13,1	-16,1	-6,2	2,3	2,7	6,1	

Fuente: BCE.

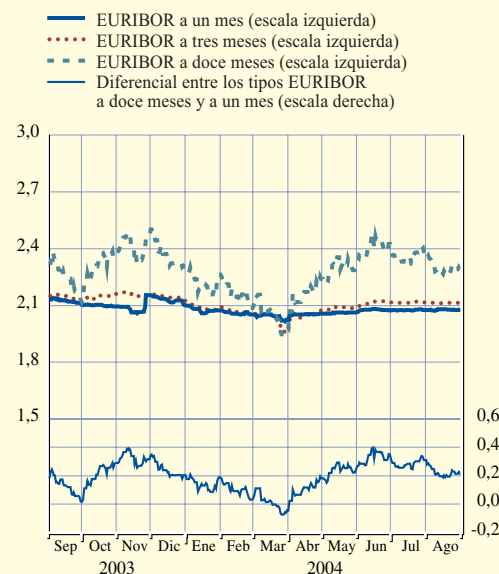
Nota: Véase también el cuadro 3.1, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

1) A fin del primer trimestre del 2004. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

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

Gráfico 13 Tipos de interés del mercado monetario

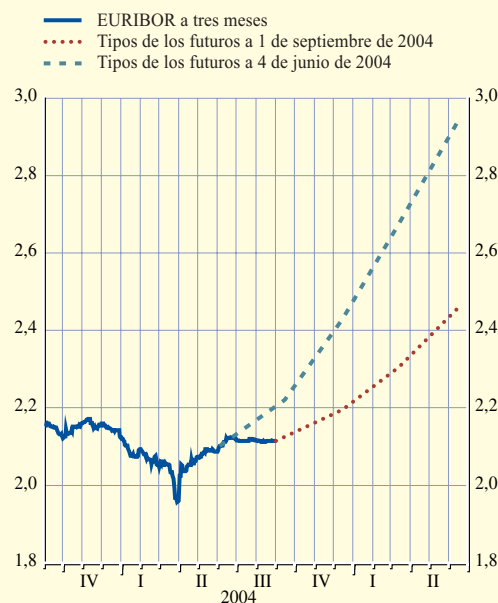
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

2.5 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Tras registrar un incremento en el segundo trimestre del 2004, los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario descendieron en julio y agosto. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha tornado más plana en los últimos meses.

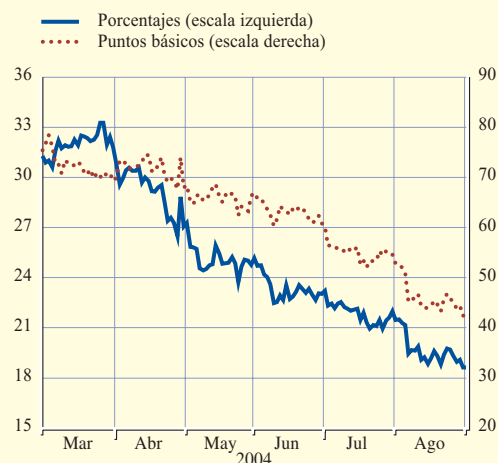
Los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario prácticamente no experimentaron variaciones en los últimos meses, en consonancia con el tipo mínimo de puja, el 2%, de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase gráfico 13). En cambio, los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario descendieron, tras el máximo registrado en la segunda mitad de junio del 2004. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes cayó de 35 puntos básicos, a finales de junio, a 20 puntos básicos el 1 de septiembre de 2004 (véase gráfico 13).

La disminución de los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario también quedó reflejada en la evolución de los tipos implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses (véase gráfico 14). Los tipos implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con fecha de entrega en diciembre del 2004 y marzo y junio del 2005 cayeron entre 19 y 43 puntos básicos entre finales de junio y el 1 de septiembre de 2004, fecha en que se situaron en el 2,20%, el 2,31% y el 2,46% respectivamente. Esta trayectoria indica que los participantes en el mercado han revisado a la baja sus expectativas en cuanto a la evolución de los tipos de interés a corto plazo para el resto del 2004 y principios del 2005.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses ha vuelto a disminuir en los últimos meses, desde los niveles ya reducidos observados a

Gráfico 15 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2005

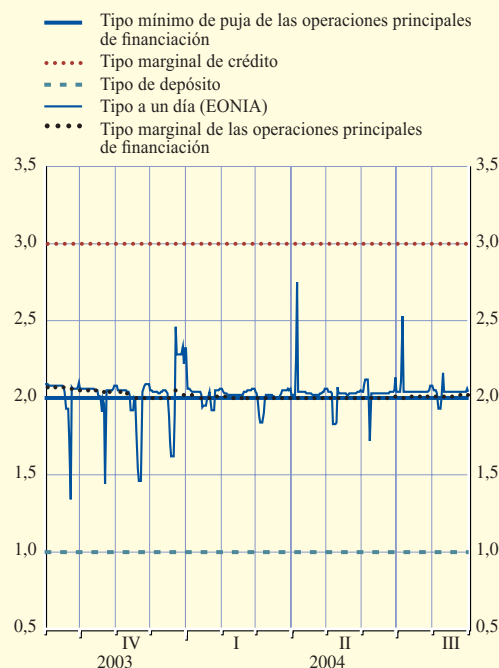
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

finales de junio del 2004 (véase gráfico 15). Esto apunta a que la incertidumbre entre los participantes en el mercado en cuanto a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente baja en el entorno actual.

Durante la mayor parte del período transcurrido entre finales de junio y el 1 de septiembre del 2004, la liquidez y los tipos de interés a un día se mantuvieron muy estables (véase gráfico 16). En los tres últimos meses, los tipos marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situaron, en general, entre 1 y 2 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. El EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) permaneció en torno al 2,04% durante la mayor parte del tiempo, con la excepción de los últimos días de los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 6 de julio y el 10 de agosto de 2004 (véase recuadro 2). En las tres operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 1 de julio, el 29 de julio y el 26 de agosto, los tipos se situaron entre 3 y 5 puntos básicos por debajo de los tipos del EURIBOR a tres meses vigentes en las citadas fechas.

En una unión monetaria como la zona del euro, la política monetaria controla los tipos de interés del mercado monetario de manera uniforme en los países que la integran. Al mismo tiempo, estos países pueden registrar una evolución de la inflación bastante divergente. En este contexto, el recuadro 3 analiza la cuestión de la medición de los tipos de interés reales en la zona del euro.

Recuadro 2

**SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA
EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 12 DE MAYO Y EL 10 DE AGOSTO DE 2004**

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 8 de junio, el 6 de julio y el 10 de agosto de 2004.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron considerablemente durante el período analizado (véase gráfico A). El factor que más contribuyó a esta evolución fue el crecimiento de los factores autónomos netos (es decir, los factores de la liquidez que generalmente no derivan del uso de instrumentos de política monetaria), que, en promedio, absorbieron 178,7 mm de euros, el nivel más alto registrado desde enero de 1999. Este incremento fue consecuencia del persistente crecimiento de los billetes en circulación, que alcanzó un nuevo máximo histórico, 467,9 mm de euros, a principios de agosto. Los depósitos de las Administraciones Públicas también fueron excepcionalmente elevados durante el período considerado, situándose en 87,5 mm de euros a finales de junio, el nivel más alto desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Durante el período analizado, las exigencias de reservas aumentaron en 4 mm de euros, mientras que el exceso de reservas (esto es, los saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) fluctuó moderadamente, en torno a una promedio de 0,68 mm de euros.

Oferta de liquidez y tipos de interés

En consonancia con la creciente demanda de liquidez, el volumen de las operaciones de mercado abierto aumentó en el período considerado (véase gráfico A). El importe de adjudicación de la ope-

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

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

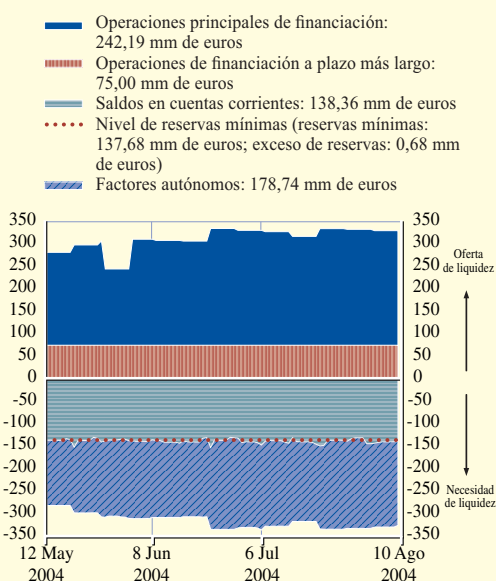
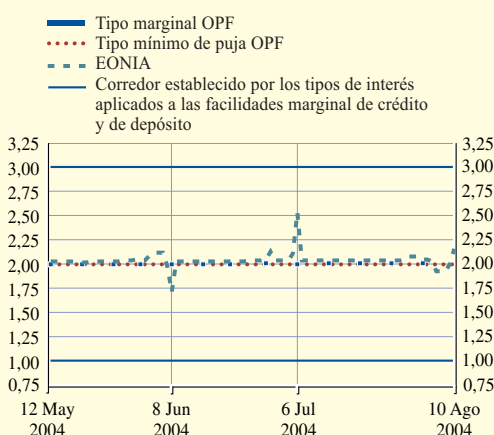


Gráfico B El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios en porcentaje)



ración principal de financiación (OPF) liquidada el 23 de junio alcanzó los 260 mm de euros, un máximo histórico. Las entidades de contrapartida ajustaron sin problemas los importes solicitados a los mayores importes de adjudicación, y la relación de pujas presentadas con las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) continuó situada en un nivel en torno al 1,25, prevaleciente desde marzo del 2004, cuando se ejecutaron las primeras OPF con vencimiento a una semana. En todas las OPF liquidadas durante el período analizado, la diferencia entre el tipo mínimo de puja y el tipo marginal, y entre este último y el tipo medio ponderado fue de cero o un punto básico.

El EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) se mantuvo dentro de una banda estrecha, entre el 2,03% y el 2,05% (véase gráfico B), con la excepción de los últimos días del mes o tras la adjudicación de la última OPF en los respectivos períodos de mantenimiento. Tras adjudicar las últimas OPF, el EONIA registró mayor volatilidad, como suele ser habitual, fluctuando, principalmente, en función de la percepción de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución de la situación de liquidez. Después de la última OPF del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 8 de junio, el EONIA se elevó transitoriamente hasta el 2,12%, debido a una percepción ligeramente restrictiva de la situación de liquidez por parte de los participantes en el mercado. No obstante, el último día del período de mantenimiento, descendió hasta el 1,72%, ya que la situación de liquidez resultó ser ligeramente holgada, con un recurso neto a la facilidad de depósito de 2,1 mm de euros. Al final del siguiente período de mantenimiento, el EONIA permanecía relativamente estable, y únicamente empezó a fluctuar los dos últimos días del citado período. Durante esos dos días, el EONIA se incrementó hasta el 2,53% debido a la restrictiva situación de liquidez, y el período de mantenimiento terminó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 5,4 mm de euros. Por último, el 6 de agosto de 2004, tras adjudicar la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 10 de agosto, el EONIA se redujo hasta el 1,93%, debido a que, aparentemente, los participantes en el mercado esperaban que el período de mantenimiento terminara con una situación holgada de la liquidez. Sin embargo, el último día del período de mantenimiento, el EONIA aumentó hasta el 2,16%, una evolución algo sorprendente, a pesar de que la situación de liquidez era holgada, y el citado período finalizó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 4 mm de euros.

Recuadro 3

MEDICIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En la zona del euro, como en otras uniones monetarias, el tipo de interés oficial fijado por el banco central se aplica de manera uniforme en todos los países miembros de la unión. Además, en un mercado integrado como la zona del euro, los instrumentos financieros homogéneos suelen presentar escasas diferencias entre los distintos países. Al mismo tiempo, pueden observarse diferenciales de inflación entre países o regiones, ya que son parte integrante del mecanismo de ajuste resultante de *shocks* de oferta y de demanda en las economías de estas áreas. La combinación de estos dos factores supone que, en cualquier momento, la diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación observada puede variar entre los países. A este respecto, se argumenta, a veces, que esta divergencia implica una diferencia en los tipos de interés «reales» y que la disparidad resultante puede ser desestabilizadora para las economías nacionales. Se afirma, por ejemplo, que los países que registran una inflación superior a la media tendrían también tipos de interés reales más bajos, lo que impulsaría, a su vez, la demanda interna y reforzaría las presiones inflacionistas.

Sin embargo, estos puntos de vista no tienen en cuenta todos los factores subyacentes y pueden incluso inducir a error por varias razones.

Por lo que se refiere a las diferencias en los tipos de interés reales de los distintos países, su cálculo plantea varios problemas de medición. Ello ocurre, en particular, con la medida de los tipos de interés reales, que se obtiene sustrayendo la inflación observada del tipo de interés nominal. Sin embargo, esta medida *ex post* no refleja con precisión el tipo de interés real que los agentes económicos tienen en cuenta a la hora de tomar sus decisiones de consumo y de inversión.

Los tipos de interés reales son medidas de la rentabilidad real esperada de una inversión en un determinado horizonte temporal. Por consiguiente, lo que cuenta para las decisiones de consumo y de inversión son las medidas *ex ante* de los tipos de interés reales, es decir, la diferencia entre los tipos de interés de mercado y la evolución de la inflación esperada a lo largo del horizonte de la inversión. Está claro que, en cualquier momento, en un determinado país la inflación esperada en horizontes superiores a algunos meses puede diferir sustancialmente de la inflación observada. También es de esperar que en una unión monetaria con un tipo de cambio fijo, la inflación esperada, especialmente a medio y largo plazo, muestre una menor dispersión entre países que la inflación observada. Ello se debe a que, en una unión monetaria, diferenciales de inflación significativos no serían probablemente sostenibles, dado que supondrían una permanente pérdida de competitividad para algunos países. En efecto, sólo pueden sostenerse a lo largo de períodos de tiempo prolongados pequeñas diferencias en las tendencias de la inflación, y más concretamente las relativas a la convergencia del nivel de precios y de rentas y/o los efectos Balassa-Samuelson¹. Por estas razones, es lógico que los consumidores y los inversores no extrapolen automáticamente al futuro la inflación «nacional» observada, que puede estar determinada por factores de distinta naturaleza.

De hecho, hay considerable evidencia de que la Unión Monetaria ha reducido la dispersión de las expectativas de inflación a medio plazo entre los países de la zona del euro. Un problema a la hora de obtener medidas *ex ante* de los tipos de interés reales es que las expectativas de inflación en los horizontes pertinentes no se pueden medir con facilidad. No obstante, se dispone de algunas medi-

¹ Véase el informe del BCE titulado *Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications*, publicado en septiembre del 2003.

das de expectativas de inflación, como las procedentes de encuestas o las derivadas del rendimiento de los bonos.

A título ilustrativo, en el cuadro se comparan medidas *ex post* y *ex ante* de los tipos de interés reales. Éstos últimos se calculan utilizando la inflación media prevista (medida por el índice de precios de consumo) en el horizonte correspondiente publicada por Consensus Economics, que ofrece previsiones de inflación a corto plazo para todos los países de la zona del euro, salvo Luxemburgo, y previsiones a largo plazo únicamente para los cinco mayores países de la zona. Así pues, los tipos de interés reales a largo plazo *ex ante* no se pueden calcular a partir de las previsiones de Consensus Economics para todos los países de la zona. Por esta razón, los tipos de interés reales a largo plazo que figuran en el cuadro sólo se refieren a estos cinco países, que representan cerca del 85% del PIB de la zona del euro.

Estadísticas de medidas de los tipos de interés reales de la zona del euro

(en porcentaje)

	Tipos de interés reales a corto plazo ¹⁾		Tipo de interés reales a largo plazo ²⁾	
	Ex ante	Ex post	Ex ante	Ex post
	Tipos de interés nominales nacionales deflactados por:			
	Tasa de inflación nacional prevista para el año siguiente ³⁾	Tasa de inflación interanual nacional observada medida por el IAPC	Tasa de inflación nacional prevista a largo plazo (6 a 10 años vista) ³⁾	Tasa de inflación interanual nacional observada medida por el IAPC
Media⁴⁾				
1999-julio 2004	1,51	1,24	2,92	2,75
Julio 2004	0,33	-0,21	2,46	1,96
Desviación típica				
1999-julio 2004 <i>sin ponderar</i> ⁵⁾	0,53	0,80	0,26	0,62
<i>ponderada</i> ⁴⁾	0,45	0,70	0,23	0,57
Julio 2004 <i>sin ponderar</i> ⁵⁾	0,50	0,86	0,32	0,70
<i>ponderada</i> ⁴⁾	0,46	0,59	0,30	0,54
Pro memoria:				
Media ⁴⁾ 1990-1998	4,60	4,68	5,15	5,12
Desviación típica 1990-1998 <i>sin ponderar</i> ⁵⁾	1,69	0,82	1,29	0,68
<i>ponderada</i> ⁴⁾	1,26	0,75	1,23	0,64

Fuentes: BPI, Consensus Economics, BCE, cálculos del BCE, Eurostat y Reuters.

1) Tipos de interés del mercado monetario a tres meses (EURIBOR para el período 1999-2004). Todos los países de la zona del euro, excluido Luxemburgo.

2) Rendimiento de la deuda pública a diez años, si se dispone de este dato; en caso contrario, rendimiento de los instrumentos con el vencimiento más próximo. Las cifras incluyen a Francia, Alemania e Italia y, a partir de 1995, también a los Países Bajos y España.

3) Las previsiones relativas a los distintos países proceden de Consensus Economics.

4) Calculada a partir de las ponderaciones del PIB del 2002 a los tipos de cambio PPA.

5) Se atribuye la misma ponderación a cada uno de los países de la zona del euro considerados.

Tal y como cabía esperar, la dispersión entre países de las medidas *ex ante* de los tipos de interés reales es notablemente menor que la de las medidas *ex post*. En el período 1999-2004 se observa una reducción de 27 puntos básicos de la desviación típica sin ponderar (desde 0,80 a 0,53) para los tipos de interés a corto plazo. Esta reducción es incluso más acentuada para los tipos de interés reales a largo plazo, generalmente más relevantes para la decisiones económicas que los tipos a corto plazo. En el mismo período, cuando se utilizan tendencias de inflación esperada a largo plazo en el cálculo, la desviación típica disminuye 36 puntos básicos (desde 0,62 a 0,26). También cabe destacar que estas cifras presentan diferencias significativas con respecto a las registradas en el período 1990-1998, en el que los diferenciales de inflación esperada tendieron a ser más amplios que los de inflación observada.

Otro problema de medición surge de la heterogeneidad de los agentes económicos en un mismo país o región. Debido a estas disparidades, es probable que ninguna medida de los tipos de interés reales pueda aplicarse a todos ellos. Por ejemplo, la evolución de los precios a escala nacional puede ser menos relevante para las decisiones de inversión de una empresa que opere en los mercados internacionales que para un consumidor. Ello pone de relieve el hecho de que la elección de cualquier índice específico de precios para el cálculo de los tipos de interés reales es algo arbitraria y potencialmente no representativa de las condiciones ante las que se encuentra la totalidad de la población.

Por lo tanto, aunque es problemático utilizar una medida *ex post* de los tipos de interés reales, también conviene considerar con espíritu crítico el argumento de que la existencia de diferenciales de inflación podría de por sí crear una dinámica desestabilizadora en los distintos países. En este sentido, han de tenerse en cuenta varios factores.

Desde un punto de vista general, cabe recordar que las consecuencias económicas de los diferenciales de inflación esperada y, por ende, las de los diferenciales de tipos de interés reales, dependen de los factores determinantes de los diferenciales. Por ejemplo, si la tasa de inflación inferior a la media observada en un determinado país se debe a un crecimiento de la productividad superior a la media, ello indicaría que el país tiene fuertes perspectivas de inversión, aunque el «tipo de interés real» observado en ese país sea superior al registrado en otros. De forma similar, si un alto nivel de inflación es consecuencia de un considerable crecimiento salarial, ello no supone necesariamente mayores perspectivas de inversión en el país en cuestión, aunque el «tipo de interés real» observado sea relativamente bajo en ese país. En efecto, tal y como señalan algunos estudios recientes, varios factores estructurales, de oferta y de demanda han contribuido a explicar las diferencias observadas en la evolución de la inflación entre los países de la zona del euro en los últimos años². Estos distintos factores pueden tener consecuencias muy diferentes para las economías correspondientes.

Por otro lado, en una unión monetaria con tipos de cambio fijos por definición, existen poderosas fuerzas basadas en el mercado que ejercen una acción estabilizadora. En particular, si un país registra tasas de inflación inferiores a la media debido a la debilidad de la demanda, aumentará su competitividad con respecto a otros países. Con el tiempo, ello tenderá a impulsar la demanda en ese país y a reducirla en otros. De hecho, algunos estudios recientes muestran que, aunque tarde en constituirse, el canal del «tipo de cambio real» acaba siendo un factor predominante de ajuste³.

En resumen, la opinión de que los diferenciales de inflación en una unión monetaria pueden dar lugar a marcadas diferencias en los tipos de interés reales de los distintos países, generando así mecanismos desestabilizadores a escala nacional, se basa frecuentemente en argumentos simplistas. En primer lugar, es importante que los tipos de interés reales relevantes para las decisiones económicas se midan *ex ante*, es decir, considerando las expectativas de inflación en el horizonte pertinente. A este respecto, existen buenas razones económicas para que los agentes no esperen que se mantengan amplios diferenciales de inflación en una unión monetaria, dado que ello supondría persistentes pérdidas de competitividad. En segundo lugar, han de tenerse en cuenta las fuentes subyacentes de divergencia en la evolución de la inflación para valorar sus posibles consecuencias económicas. A estos efectos, tiene particular importancia la función estabilizadora del canal de la competitividad.

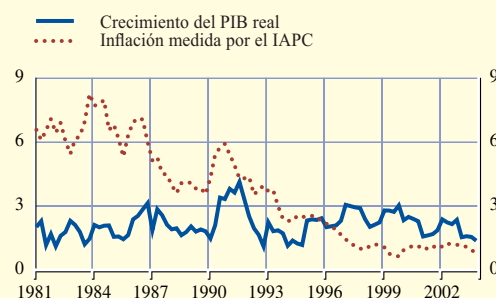
² Véanse el informe mencionado en la nota 1 y las referencias incluidas en el mismo.

³ Véanse, por ejemplo, S. Deroose, S. Langendijk y W. Roeger (2004), *Reviewing adjustment dynamics in EMU: from overheating to overcooling*, Economic Papers Nº 198, European Economy, Comisión Europea, e I. Angeloni y M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials*, ECB Working Paper Nº 388.

Si bien el período transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM es evidentemente demasiado corto para poder extraer conclusiones fundadas, cabe observar que no existe evidencia de una mayor divergencia entre los resultados económicos de los distintos países de la zona del euro. Como puede apreciarse en el gráfico, la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real se ha mantenido próxima a su media histórica de los últimos años.

Por último, no hay que pasar por alto el hecho de que el nivel medio de los tipos de interés reales (sea cual sea el método de cálculo utilizado) registrado desde 1999 ha sido muy bajo, desde una perspectiva histórica, en todos los países de la zona del euro. Ello refleja también los beneficios derivados de la Unión Monetaria y del proceso de convergencia hacia la misma, a través del cual la disminución de la inflación y de las expectativas de inflación, la estabilidad de los tipos de cambio y la mejora de la situación presupuestaria han reducido sustancialmente las primas de riesgo de tipos de interés⁴. Estos beneficios se podrán cosechar de una forma más completa a través de la realización de reformas estructurales en los países de la zona del euro, especialmente con vistas a incrementar la flexibilidad de los mercados de bienes y de trabajo, reforzando así la capacidad de respuesta de los países a las perturbaciones económicas.

Dispersión¹⁾ del crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC en los países de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE a partir de datos de Eurostat.
1) Desviación típica sin ponderar de las tasas de variación interanual.

⁴ Para un análisis más completo de la evolución de los tipos de interés reales a lo largo de las últimas cuatro décadas en la zona del euro y en Alemania, véase también el recuadro titulado «Los actuales tipos de interés de la zona del euro desde una perspectiva histórica» en el Boletín Mensual de septiembre del 2003.

2.6 MERCADOS DE RENTA FIJA

Desde comienzos de junio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha disminuido en Estados Unidos y en la zona del euro. Los principales factores determinantes de este descenso parecen ser unas menores expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, así como cierta preocupación respecto a las perspectivas de crecimiento económico mundial. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija, que refleja la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los bonos, se ha reducido también en los últimos meses.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo ha descendido de forma acusada en los tres últimos meses, invirtiendo la tendencia al alza registrada entre finales del primer trimestre del 2004 y principios de junio (véase gráfico 17). Esta caída estuvo relacionada con una fuerte reducción tanto del rendimiento de los bonos a diez años indiciados con la inflación como de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de bonos nominales y el de bonos similares indiciados con la inflación. El descenso del rendimiento de los bonos nominales se produjo tras la publicación de datos menos favorables de lo previsto sobre la actividad económica y la inflación en Estados Unidos y, especialmente, sobre el empleo. Además, los precios máximos alcanzados en el año por el petróleo pueden haber impulsado a los participantes en el mercado a revisar, en cierta medida, sus perspectivas respecto a la economía estadounidense. Ello originó, a su vez, un ajuste de las revisiones a la baja de las expectativas del mercado acerca de la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos.

El rendimiento de los bonos nominales a diez años siguió su trayectoria descendente, con una caída de unos 35 puntos básicos, entre finales de julio y el 1 de septiembre de 2004, fecha en la que se situó en torno al 4,2%. Durante el mismo período, el rendimiento de los bonos reales a diez años disminuyó 25 puntos básicos, hasta el 1,4%, con lo que la tasa de inflación implícita a diez años descendió 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4% el 1 de septiembre.

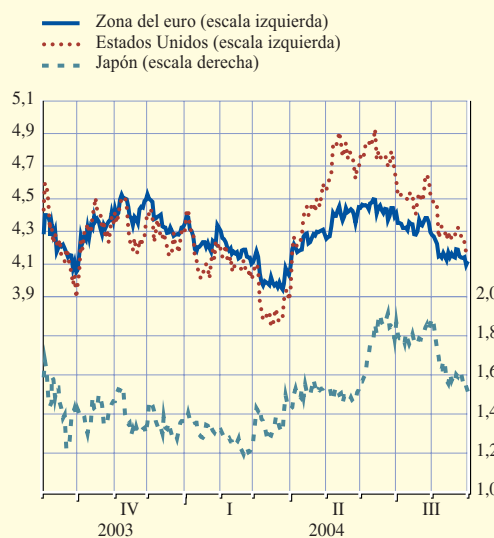
La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los contratos de futuros a diez años del Tesoro de Estados Unidos, se redujo en los tres últimos meses, situándose, el 1 de septiembre, en torno a la media observada desde 1999 (véase gráfico 18), señal de una menor incertidumbre de los mercados de renta fija en relación con el segundo trimestre del 2004.

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se caracterizó por acentuadas fluctuaciones en los tres últimos meses, como consecuencia, principalmente, de la información sobre la actividad económica. En junio, el rendimiento de los bonos se vio influido por los datos macroeconómicos publi-

Gráfico 17 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

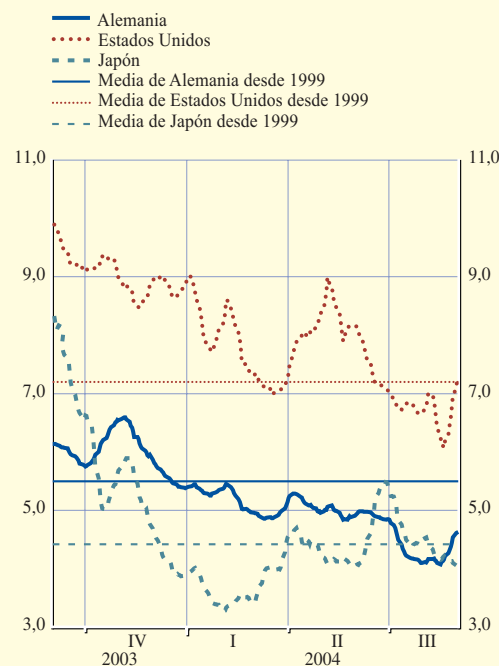


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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

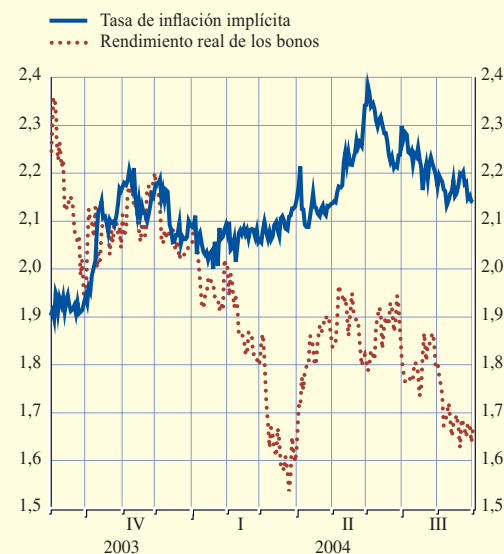


Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 19 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que vencen en el 2012. El método utilizado para calcular la tasa de inflación implícita se describe en la página 16 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

cados, ya que los participantes en el mercado consideraron que estas cifras corroboraban la fortaleza de la recuperación económica del país. Sin embargo, en agosto, tras la publicación de datos del PIB relativos al segundo trimestre del 2004 más desfavorables de lo esperado, el rendimiento de los bonos japoneses volvió a disminuir, hasta situarse, el 1 de septiembre, en el nivel registrado a primeros de junio, es decir, el 1,5%.

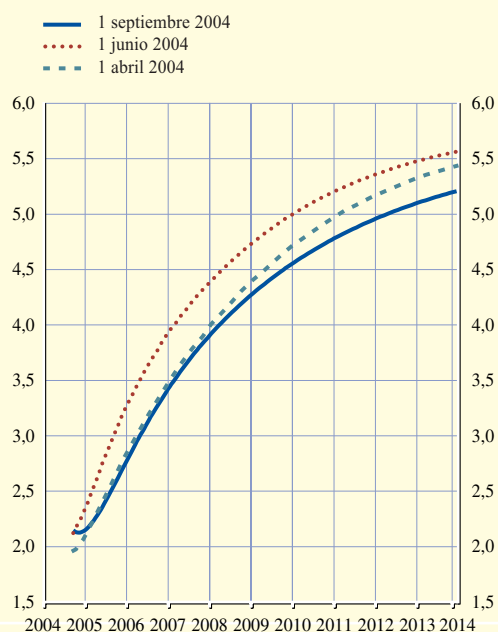
La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de los bonos, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, fue oscilando de forma pronunciada en los tres últimos meses. Tras experimentar un notable ascenso en junio, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija descendió en julio, situándose, en agosto, ligeramente por debajo de la media observada desde enero de 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, en los tres últimos meses el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en consonancia con el de los bonos estadounidenses, aunque en menor medida. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a 5 puntos básicos el 1 de septiembre. Al igual que en Estados Unidos, el descenso del rendimiento de los bonos nominales registrado desde comienzos de junio estuvo relacionado con la reducción de la tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, que se situó

Gráfico 20 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

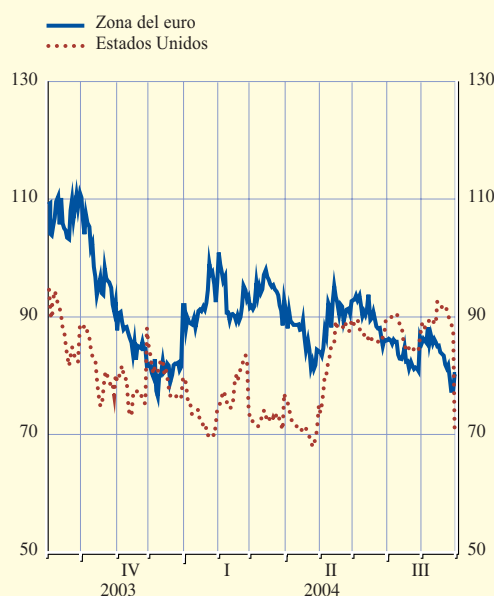


Fuente: Estimación del BCE.

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*.

Gráfico 21 Diferenciales de las obligaciones de empresa en la zona del euro y Estados Unidos

(puntos básicos; datos diarios; calificación BBB)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de las obligaciones de empresa se calculan como la diferencia entre el rendimiento de las obligaciones de empresa de siete a diez años y el de la deuda pública de siete a diez años.

en el 2,1% el 1 de septiembre (véase gráfico 19). Desde finales de julio, el rendimiento de los bonos reales, medido por el de los bonos a diez años iniciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, cayó unos 15 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7% el 1 de septiembre, reflejo de la inquietud de los participantes en el mercado en torno a las perspectivas económicas mundiales, especialmente como resultado de los elevados precios del petróleo.

El descenso que experimentó el rendimiento de los bonos nominales en los tres últimos meses se tradujo en un desplazamiento a la baja de la totalidad de la curva de tipos *forward* implícitos, más apreciable en los plazos más largos (véase gráfico 20). Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, disminuyó en los tres últimos meses, situándose, el 1 de septiembre, en un nivel sensiblemente inferior a la media observada desde enero de 1999.

En el mercado de renta fija privada de la zona del euro, los diferenciales de los valores de renta fija privada descendieron ligeramente desde principios de junio y se mantuvieron en niveles reducidos (véase gráfico 21). El diferencial entre el rendimiento de los bonos emitidos por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública de la zona del euro de características similares se estrechó en agosto, hasta situarse, el 1 de septiembre, en torno a 80 puntos básicos. La evolución reciente de estos diferenciales sugiere que los participantes en los mercados de renta fija consideran que las empresas de la zona del euro presentan un riesgo de crédito relativamente limitado.

2.7 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En el segundo trimestre del 2004, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones fue dispar, pero la mayor parte descendió ligeramente, continuando con la tendencia a la baja observada en trimestres anteriores.

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no experimentó variaciones en junio del 2004 (véanse gráfico 22 y cuadro 6), y tendieron a descender ligeramente en el segundo trimestre, en consonancia, en general, con la trayectoria de los tipos de interés del mercado monetario. Si se consideran períodos más prolongados, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM registraron un leve descenso entre mayo del 2003 (el último período de referencia antes de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE en junio del 2003) y junio del 2004, reflejando la evolución de los tipos de interés del mercado monetario (por ejemplo, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario cayó unos 30 puntos básicos en el citado período). En general, durante este período, los tipos de los depósitos a corto plazo de los hogares descendieron entre 25 y 35 puntos básicos, al tiempo que el de los depósitos a corto plazo de las sociedades no financieras (esto es, a plazo hasta un año) disminuyó 45 puntos básicos. Al mismo tiempo, el tipo de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras se redujo menos de 20 puntos básicos, una trayectoria en consonancia con la transmisión, tradicionalmente más lenta, a este tipo de depósito.

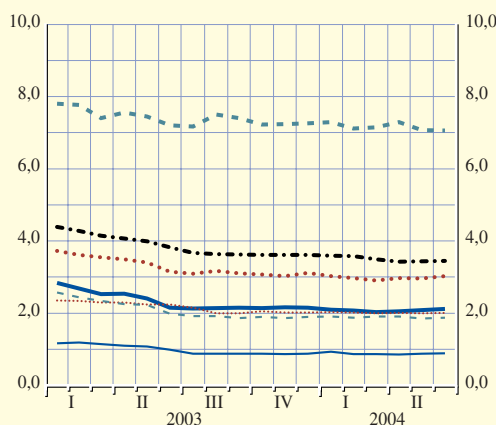
Los tipos de interés a corto plazo de los préstamos descendieron, en general, entre 40 y 50 puntos básicos entre mayo del 2003 y junio del 2004, lo que implica que los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y los tipos de mercado comparables se estrecharon ligeramente en el citado período. Cabe observar que tanto los tipos de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (sin fijación del tipo y un período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año) como los de los préstamos por importes reducidos a las sociedades no financieras (inferiores a un millón de euros, sin fijación del tipo y período inicial de fijación del tipo inferior o igual a un año) descendieron más de 50 puntos básicos en el período considerado.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM se elevó ligeramente en junio del 2004, aunque, en general, descendió en el segundo trimestre (véase gráfico 23). En particular, los tipos a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras y los de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyeron entre 10 y 20 puntos básicos en el segundo trimestre, en

Gráfico 22 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones; con ponderación ajustada¹⁾)

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



Fuente: BCE.

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

Cuadro 6 Tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones¹⁾

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta junio 2004		
	2004 Ene	2004 Feb	2004 Mar	2004 Abr	2004 May	2004 Jun	2003 Ene	2003 May	2004 May
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,91	1,88	1,91	1,91	1,86	1,88	-70	-35	2
A plazo a más de dos años	2,68	2,52	2,44	2,46	2,40	2,43	-64	-21	2
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,03	2,02	2,00	2,01	2,00	2,00	-34	-23	1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,65	2,63	2,59	2,57	2,55	2,54	-73	-56	-1
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,93	0,87	0,86	0,85	0,87	0,88	-28	-19	1
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	1,99	1,98	1,96	1,97	1,96	1,99	-73	-45	2
A plazo a más de dos años	3,28	3,53	3,23	3,35	3,62	3,58	-25	52	-4
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,29	7,12	7,15	7,29	7,07	7,06	-74	-38	0
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,59	3,58	3,49	3,42	3,43	3,45	-93	-53	2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	5,02	4,97	4,89	4,82	4,78	4,81	-56	-12	3
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,65	5,63	5,56	5,52	5,46	5,44	-76	-37	-2
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	4,07	4,04	3,98	3,94	3,96	3,96	-93	-52	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,80	4,79	4,80	4,70	4,63	4,72	-45	-23	9
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,02	2,97	2,90	2,97	2,96	3,03	-69	-37	7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,42	4,30	4,33	4,26	4,36	4,16	-37	-21	-19
Pro memoria:									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,09	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	-72	-30	2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,41	2,38	2,16	2,39	2,55	2,74	10	43	19
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,37	3,28	3,06	3,31	3,50	3,60	20	58	10

Fuente: BCE.

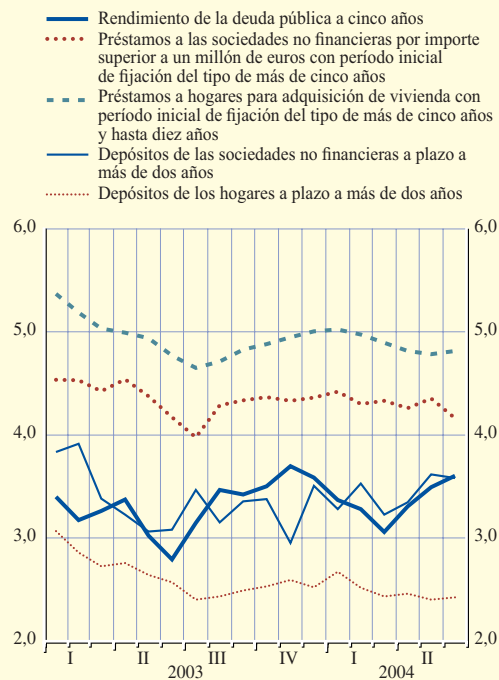
1) Los tipos de interés aplicados por las IFM en este cuadro son tipos con ponderación ajustada. Para el período transcurrido desde diciembre del 2003 en adelante, los tipos de interés con ponderación ajustada aplicados por las IFM se calculan utilizando ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, de enero a noviembre del 2003, los tipos de interés con ponderación ajustada aplicados por las IFM se calculan utilizando ponderaciones por países a partir de la media de las nuevas operaciones en el 2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

una fase de subida de los tipos de mercado. Esta evolución, acorde con la lenta transmisión habitual de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, provocó un estrechamiento del diferencial con respecto a los tipos de mercado a plazos comparables. Este estrechamiento del diferencial podría estar relacionado, en cierta medida, con una mejora de la calidad crediticia de los prestatarios observada en los últimos meses. En el período indicado, el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta dos años de las sociedades no financieras se elevó 35 puntos básicos, más acorde con la trayectoria de los tipos de mercado.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en líneas generales, entre enero del 2003 y junio del 2004, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM disminuyeron considerablemente, una evolución que contrasta con la de los tipos de mercado a plazos comparables, tal y como se refleja en el rendimiento de la deuda pública a cinco años de la zona del euro, que se incrementó unos 20 puntos básicos en el citado período. Los tipos a largo plazo de los depósitos de los hogares disminuyeron entre 65 y 75 puntos básicos en el período considerado, mientras que el tipo de interés a largo plazo de los depósitos de las sociedades no financieras se redujo en torno a 25 puntos básicos. Es probable que esta evolución se deba al retardo típico del ajuste de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos a la trayectoria de los tipos de mercado, que descendieron antes de enero del 2003. En cuanto a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos, el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) descendió casi 60 puntos básicos entre enero del 2003 y junio del 2004, mientras que los tipos a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras (con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años) cayeron 45 puntos básicos. Aunque, en cierta medida, esta evolución puede reflejar una lenta transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las IFM, también podría obedecer, en parte, a una mejor valoración del riesgo de crédito de los prestatarios por parte de las entidades de crédito, tal y como indica el estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos y el rendimiento de la deuda pública a cinco años (véanse también los recuadros titulados «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2004» y «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro» en el *Boletín Mensual* de agosto del 2004).

Gráfico 23 Tipos de interés a largo plazo de las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones; con ponderación ajustada¹⁾)



Fuente: BCE.

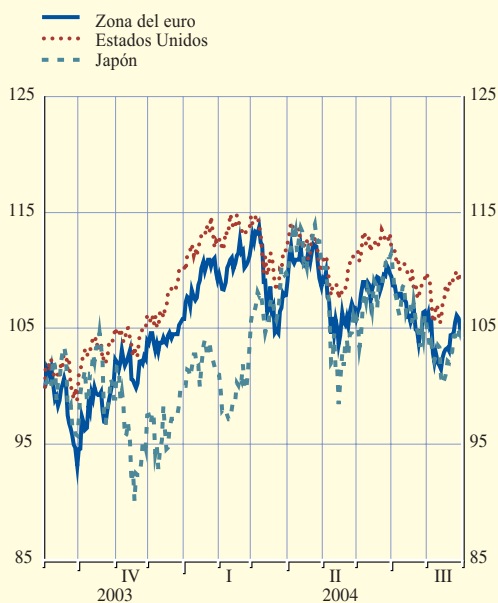
1) Para el período transcurrido desde diciembre del 2003 en adelante, los tipos de interés con ponderación ajustada aplicados por las IFM se calculan utilizando ponderaciones por países obtenidas de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, de enero a noviembre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

2.8 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En las principales economías, tras subir en los dos meses anteriores, las cotizaciones bursátiles han caído desde finales de junio, al verse sometidas a presiones a la baja generadas por la inquietud en torno a las perspectivas de beneficios y a la evolución de la economía que los elevados precios del petróleo suscitó en los inversores. Al mismo tiempo, el descenso de los tipos de interés a largo plazo ejerció una influencia opuesta. Tras disminuir en junio, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que refleja la incertidumbre de los participantes en esos mercados respecto a la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, aumentó en Estados

Gráfico 24 Índices bursátiles

(índice: 1 septiembre 2003 = 100; datos diarios)

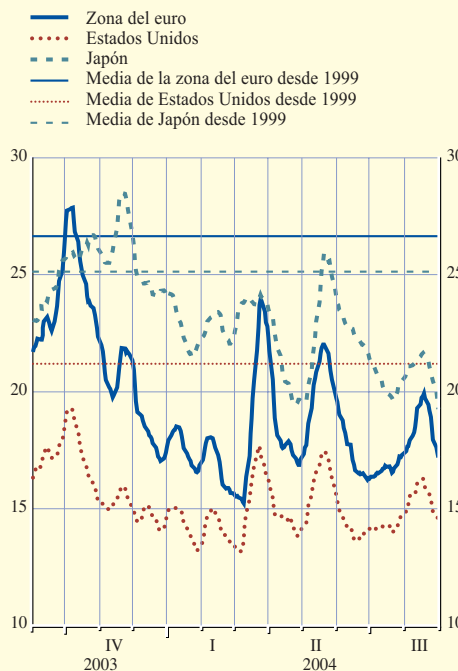


Fuente: Reuters.

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 25 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.

Unidos y en la zona del euro en julio y agosto, aunque se mantuvo en un nivel relativamente reducido.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles bajaron entre finales de junio del 2004 y el 1 de septiembre (véase gráfico 24). Por un lado, la publicación de datos macroeconómicos peores de lo esperado por el mercado, en particular los relativos al mercado de trabajo, así como las advertencias de algunas empresas sobre sus perspectivas de beneficios en los próximos trimestres y la percepción del impacto de los altos precios del petróleo sobre el crecimiento futuro de la economía, también ejercieron presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles. Por otro lado, la reducción de los tipos de interés estadounidenses a largo plazo, que desempeñan un papel fundamental en la determinación del factor de descuento para los beneficios futuros, y un crecimiento efectivo de los beneficios mayor de lo previsto por los participantes en el mercado en el segundo trimestre, ejercieron presiones opuestas al alza sobre las cotizaciones bursátiles. Según datos de Thomson Financial, los participantes en el mercado esperan que los beneficios de las empresas estadounidenses crezcan en torno a un 15% en lo que queda de año y disminuyan al 7,5% en el primer trimestre del 2005. Más recientemente, tanto el índice Standard & Poor's 500 amplio como el índice Nasdaq compuesto, que recoge los valores tecnológicos, descendieron en las primeras semanas de agosto, aunque repuntaron en la última semana como consecuencia de una ligera reducción de los precios del petróleo, situándose, a últimos de mes, en los niveles registrados a finales de julio.

La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, creció entre finales de junio y el 1 de septiembre. La volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo muy por debajo de la media observada desde 1999 (véase gráfico 25).

JAPÓN

En Japón, tras experimentar una fuerte subida en junio, ante la publicación de datos macroeconómicos acogidos favorablemente por los participantes en el mercado, las cotizaciones bursátiles bajaron entre finales de junio y el 1 de septiembre. Este descenso pareció estar relacionado con un cambio en las percepciones de los participantes en el mercado respecto de las perspectivas económicas. En efecto, las presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles fueron generadas por datos del PIB del segundo trimestre menos favorables de lo previsto y, más en general, por una mayor preocupación de los participantes en el mercado en torno a las perspectivas de negocio, especialmente en lo relativo a los resultados del sector exportador del país, que, en parte, se percibió como que podía verse afectado negativamente por el aumento generalizado de los precios del petróleo. Entre finales de julio y el 1 de septiembre, el índice Nikkei 225 retrocedió un 2%.

El descenso de las cotizaciones bursátiles estuvo acompañado, entre mediados de julio y mediados de agosto, por la mayor volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre de los mercados de renta variable japoneses. Posteriormente, la volatilidad implícita disminuyó y se mantuvo por debajo de la media observada desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles bajaron entre finales de junio y el 1 de septiembre, ante la inquietud de los inversores en valores de renta variable respecto al impacto negativo que los elevados precios del petróleo pudieran tener sobre el crecimiento económico (véase recuadro 4). Además, varias empresas rebajaron sus expectativas de beneficios para los próximos trimestres. Esta revisión a la baja de las expectativas del mercado de beneficios empresariales, especialmente en el sector tecnológico, fue provocada, en parte, por el deterioro de las perspectivas de beneficios de las empresas tecnológicas estadounidenses. Sin embargo, al mismo tiempo, el descenso de los tipos de interés a largo plazo causó un impacto al alza en las cotizaciones bursátiles. Entre finales de julio y el 1 de septiembre, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, perdieron un 1%. Parte de esta caída puede explicarse por el hecho de que se registrara durante el mismo período un leve aumento de la incertidumbre de los mercados de renta variable, 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. No obstante, la volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo muy por debajo de su media histórica desde 1999 (véase gráfico 25).

Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada recientemente en la zona del euro, entre finales de junio y el 1 de septiembre las cotizaciones bursátiles descendieron en la mayor parte de los diez sectores económicos incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX (véase cuadro 7). Durante este período, las cotizaciones del sector energético superaron marcadamente el índice general del mercado, mientras que las del sector tecnológico se situaron en los niveles más bajos. Estos resultados relativos concuerdan con la experiencia pasada en períodos de elevados precios del petróleo, tal y como se explica con detalle en el recuadro 4. Las volatilidades históricas de todos los sectores económicos, excepto los del consumo y de la energía, se situaron en julio y agosto por debajo de su nivel medio en el segundo trimestre del 2004.

Cuadro 7 Variación de los precios y volatilidad histórica de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

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

	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil <i>(datos a fin de período)</i>	5,2	11,9	7,3	12,1	29,7	2,6	9,3	5,7	8,8	7,3	100,0
Variación de los precios <i>(datos a fin de período)</i>											
2003 II	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
2003 III	4,4	4,4	5,1	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
2003 IV	15,5	13,7	2,1	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 I	-4,7	0,6	2,7	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2004 II	6,7	4,6	3,4	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
Julio	-0,4	-3,7	-4,8	1,5	-3,5	-0,2	-1,6	-13,4	-2,4	-0,9	-3,0
Agosto	-1,7	-3,6	-3,6	-0,8	0,2	2,5	-0,9	-6,2	-1,2	-0,6	-1,4
Fin junio a 1 de septiembre de 2004	-1,4	-6,6	-7,0	1,5	-2,6	2,5	-1,7	-18,0	-3,7	-0,8	-3,6
Volatilidad <i>(medias del período)</i>											
2003 II	24,8	28,0	19,8	22,8	26,8	25,4	18,0	35,3	21,5	20,8	23,0
2003 III	23,3	19,9	12,1	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
2003 IV	17,5	17,5	11,6	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 I	15,2	18,4	12,5	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2004 II	16,1	16,8	11,0	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
Julio	13,5	13,4	10,6	12,7	12,3	14,1	12,2	28,7	11,7	9,0	11,4
Agosto	15,0	17,2	12,6	14,6	12,2	13,6	13,6	25,8	14,0	9,0	12,9
Fin junio a 1 de septiembre de 2004	14,1	15,1	11,3	13,4	12,0	13,7	12,6	27,0	12,7	8,8	11,9

Fuentes: STOXX y cálculos del BCE.

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

Recuadro 4

¿CÓMO REACCIONAN LOS MERCADOS DE VALORES A VARIACIONES DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO?

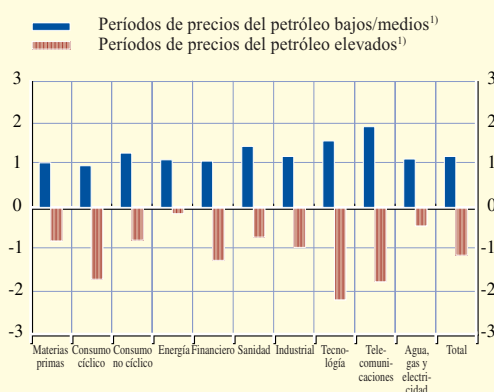
En este recuadro se analiza el impacto de los precios del petróleo en los mercados de valores de la zona del euro. Un incremento de los precios del petróleo reduce, habitualmente, la tasa de crecimiento económico esperada y acentúa las expectativas de inflación en horizontes cortos. Las perspectivas de desaceleración del crecimiento económico hacen descender, a su vez, las expectativas relativas a los beneficios empresariales, lo que tiene un efecto contractivo sobre las cotizaciones bursátiles. Además, el aumento del precio de los bienes intermedios asociado al alza de los precios del petróleo tiende, en general, a contraer el margen de las empresas. Por otra parte, en períodos en que los precios del petróleo son altos, la incertidumbre de los inversores sobre las perspectivas de beneficios empresariales suele ser mayor, lo que, a su vez, puede generar primas por riesgo de acciones más elevadas, añadiendo presiones adicionales sobre las cotizaciones bursátiles. Por lo general, una combinación de estos factores tiende a contrarrestar el efecto favorable que produce sobre las cotizaciones bursátiles el descenso del rendimiento real de los bonos a largo plazo, que suele ir asociado con el alza de los precios del petróleo.

A continuación se examina la influencia de los precios del petróleo, comparando la rentabilidad media de los valores del índice Dow Jones EURO STOXX amplio y de sus sectores durante períodos en los que los precios del petróleo se situaban en un nivel bajo/medio o en un nivel elevado. El nivel elevado se define como una desviación al alza con respecto al precio medio del petróleo en términos reales superior al 10% durante el período comprendido entre 1987 y 2004. En el gráfico se muestra la rentabilidad media mensual de los valores en los diez sectores económicos del índice y en el índice general en diferentes regímenes del precio del petróleo.

Del gráfico se desprenden varias características. En primer lugar, el índice bursátil general de la zona del euro tiende a estar relacionado negativamente con el nivel de los precios del petróleo a lo largo del período muestral, que comienza en 1987. En conjunto, el índice Dow Jones EURO STOXX aumentó un promedio de, aproximadamente, el 1% mensual durante los períodos en que los precios del petróleo se situaban en niveles bajos/medios, pero se comportó negativamente en épocas en que el nivel era elevado. En segundo lugar, el comportamiento difirió considerablemente entre sectores. En general, la energía y el agua, gas y la electricidad parecieron beneficiarse de los elevados niveles del precio del petróleo (comparado con el índice), mientras que los sectores de bienes cíclicos, de tecnología y de telecomunicaciones tendieron a tener un mal comportamiento en tales circunstancias.

Gráfico Rentabilidad media mensual del índice Dow Jones EURO STOXX y de los sectores económicos que lo componen

(en porcentaje; enero 1987-julio 2004)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y STOXX.

1) Los precios del petróleo elevados representan las desviaciones al alza con respecto al precio medio del petróleo en términos reales (Brent deflactado por el índice de precios de consumo de la zona del euro) superiores al 10% durante el período comprendido entre 1987 y julio del 2004. Los precios bajos/medios representan los precios del petróleo por debajo de ese umbral.

Con todo, el comportamiento de las cotizaciones bursátiles en el conjunto del mercado y por sectores durante períodos de precios del petróleo altos y bajos son coherentes con la expectativa de que el alza de los precios del petróleo influye negativamente en las cotizaciones bursátiles a través de su efectos sobre las perspectivas de beneficios empresariales. A este respecto, el mal comportamiento relativo del sector de bienes cíclicos podría estar asociado a la preocupación de los inversores relativa a que los elevados precios del petróleo pudieran tener un efecto especialmente moderador sobre los beneficios de este sector, ya que su relación con el ciclo económico es muy estrecha.

No obstante, algunos sectores podrían resultar menos perjudicados o podrían incluso beneficiarse de los elevados precios del petróleo. Como reflejo de esta última posibilidad, el exceso de rentabilidad del sector de la energía (comparado con el índice general) podría explicarse por el hecho de que sus ingresos están relacionados de manera positiva con la evolución de los precios del petróleo. El comportamiento del sector de agua, gas y electricidad también es bastante bueno cuando los precios del petróleo son relativamente altos, lo que puede estar asociado a desplazamientos de la demanda hacia fuentes de energía alternativas, como, por ejemplo, el gas natural, durante esos períodos¹.

¹ Cabe observar que otros factores también pueden haber tenido un impacto sobre las cotizaciones bursátiles. Por ejemplo, el comportamiento negativo del sector tecnológico durante los períodos de precios del petróleo elevados podría haber estado más relacionado con el estallido de la burbuja en los mercados de valores entre primeros del 2000 y el 2003.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó ligeramente hasta el 2,3% en julio, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos. Según el avance de Eurostat se estima que la inflación se mantuvo estable en agosto. En las primeras fases de la cadena de producción se espera que la elevación de los precios de las materias primas continúe generando algunas presiones al alza sobre los precios industriales. Por lo que se refiere a la evolución de los costes laborales, los últimos datos disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento salarial interanual permaneció moderado en el primer semestre del 2004. De cara al futuro, a corto plazo la reciente subida de los precios del petróleo podría seguir ejerciendo presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC. En consecuencia, no es probable que las tasas de inflación interanual vuelvan a niveles inferiores al 2% en lo que queda de año. A más largo plazo, el crecimiento salarial debería mantener una senda moderada, por lo que existen, en general, perspectivas favorables de estabilidad de precios. No obstante, estas perspectivas podrían ser puestas en riesgo por nuevas presiones al alza sobre los precios del petróleo y posibles aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE AGOSTO DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro permaneció estable en el 2,3% en agosto (véase cuadro 8). Aunque no se dispone todavía de información detallada se espera que el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados haya compensado el ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Sin embargo, como es habitual, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN JULIO DEL 2004

La inflación de la zona del euro se redujo al 2,3% en julio del 2004, desde el 2,4% alcanzado en junio, como resultado, fundamentalmente, de la evolución de los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos. Ese dato fue inferior en 0,1 puntos porcentuales a la estimación preliminar publicada por Eurostat el 30 de julio.

Cuadro 8 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2004 Mar	2004 Abr	2004 May	2004 Jun	2004 Jul	2004 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,3	2,1	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3
Energía	-0,6	3,0	-2,0	2,0	6,7	5,9	5,9	.
Alimentos no elaborados	3,1	2,1	1,7	1,6	1,7	1,2	0,7	.
Alimentos elaborados	3,1	3,3	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	0,7	.
Servicios	3,1	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-0,1	1,4	0,4	1,4	2,4	2,4	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	26,7	27,6	30,9	29,3	30,7	34,1
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	17,2	19,7	21,1	21,9	18,0	10,9

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

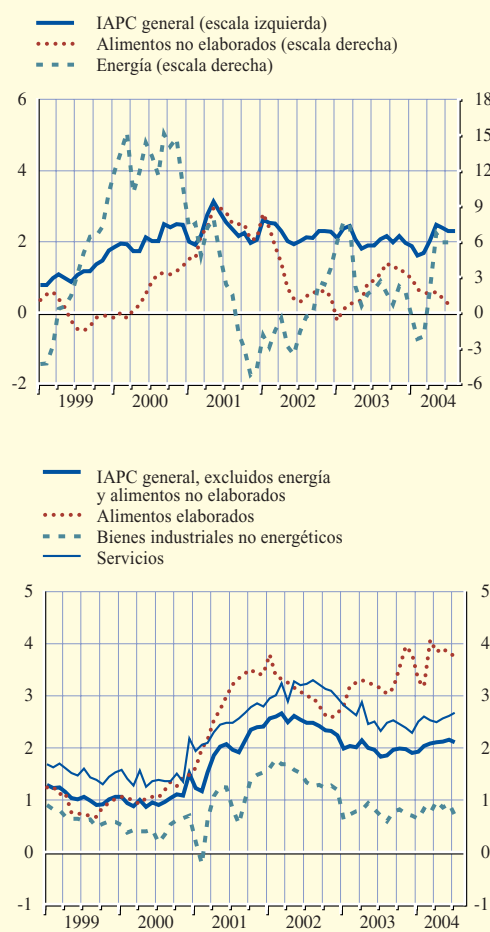
1) La inflación medida por el IAPC de agosto del 2004 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

En lo que respecta a los componentes más volátiles del IAPC, la tasa de variación interanual de los precios energéticos se mantuvo sin cambios en el 5,9%, debido a que un efecto de base favorable compensó la incidencia al alza que la subida de los precios del petróleo en euros registrada en julio tuvo sobre los precios energéticos. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados descendió al 0,7%, desde el 1,2% de junio, como reflejo, en gran medida, de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de las frutas y hortalizas.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, disminuyó ligeramente, del 2,2% de junio al 2,1% de julio, como resultado del descenso de 0,2 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se situó en el 0,7% en julio, a consecuencia, principalmente, de las mayores rebajas de los artículos de vestir y del calzado de este año en relación con el anterior. Por otro lado, prosiguió el descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los automóviles, debido, en parte, a un efecto de base del año anterior y posiblemente también a la apreciación del euro y a la moderada demanda de la zona del euro. En efecto, desde mediados del 2002 la contribución de este componente a la inflación medida por el IAPC general ha ido disminuyendo. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se mantuvo estable en el 3,8% en julio. La inflación en los precios de los servicios aumentó ligeramente en julio, hasta el 2,7% desde el 2,6% de junio, como consecuencia, en gran parte, de la elevación de las tasas de variación interanual de los alquileres, así como de los precios de los servicios médicos y de las vacaciones organizadas. Mientras que el incremento de la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas es resultado de un efecto de base debido a que las variaciones de precios observadas el año pasado fueron menores de lo habitual, el aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios médicos está relacionado con la reforma de la sanidad llevada cabo en Alemania. Aunque la elevación de la tasa de variación interanual de los alquileres fue relativamente reducida, se mantuvo el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda, que no están incluidos en el IAPC (véase recuadro 5). En conjunto, los componentes no energéticos del IAPC no muestran todavía ninguna evidencia convincente de efectos indirectos de las pasadas subidas de los precios del petróleo.

Gráfico 26 Desagregación del IAPC por principales componentes

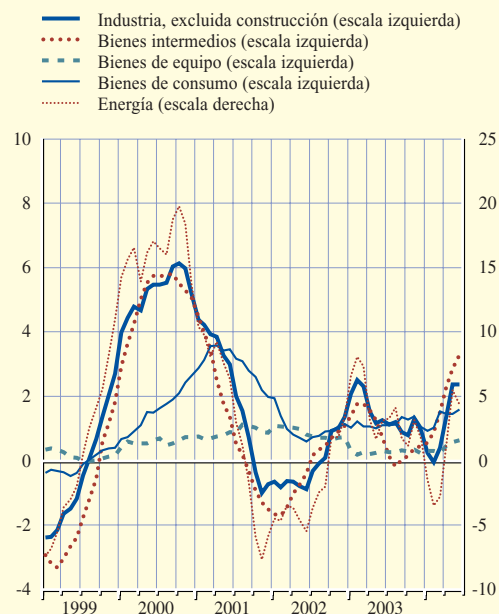
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 27 Desagregación de los precios industriales

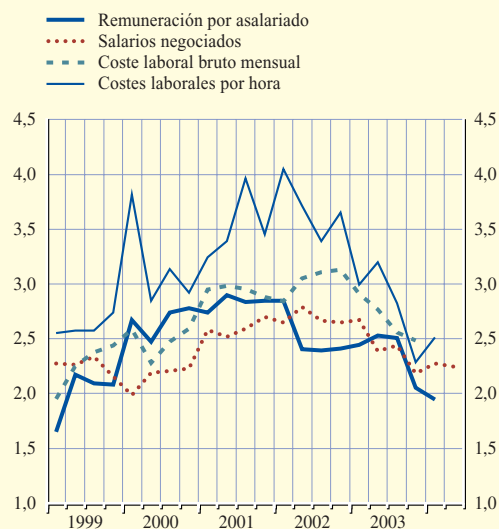
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Tal y como se indicaba en el anterior *Boletín Mensual*, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo sin cambios en el 2,4% en junio (véase gráfico 27). La reducción de la tasa de variación interanual del componente energético, debido a efectos de base y al descenso de los precios del petróleo en euros registrado entre mayo y junio, se vio compensada por un nuevo aumento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios, relacionado con los efectos retardados del anterior incremento de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo.

Para el mes de julio, los datos nacionales disponibles sugieren un aumento de la tasa de variación interanual de los precios industriales, como consecuencia, básicamente, de la elevación de los precios de la energía y de los bienes intermedios. El índice de precios de la zona del euro de agosto apunta también a nuevas presiones al alza sobre los precios industriales generadas por la subida de los precios de las materias primas. Aunque el índice descendió de 70,2 a 66,6, se mantuvo muy por encima de 50, señal de que los encuestados siguen percibiendo la existencia de presiones considerables sobre los costes de los consumos intermedios en el sector manufacturero.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Las primeras indicaciones sobre la evolución de los costes laborales de la zona del euro en el segundo trimestre del 2004 han llegado con el indicador de salarios negociados. En general, de acuerdo con las previsiones, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados disminuyó ligeramente en el segundo trimestre, hasta el 2,2% frente al 2,3% alcanzado en el primer trimestre (véase gráfico 28). Esta pequeña reducción es reflejo de algunos efectos compensadores observados en distintos países de la zona del euro.

Recuadro 5

TENDENCIAS RECIENTES DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO Y EN LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA ZONA

La evolución de los precios de los inmuebles residenciales es un importante factor a tener en cuenta en la valoración de las decisiones de política monetaria orientadas a mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. Aunque los precios de los inmuebles residenciales no están incluidos en el IAPC, pueden tener un impacto directo sobre algunos de sus componentes, en particular sobre el componente de alquileres¹. Además, los precios de los inmuebles residenciales pueden tener cierta incidencia sobre el comportamiento de consumo de los hogares, especialmente a través del efecto riqueza, y sobre la inversión en inmuebles residenciales. Por otro lado, la evolución de los citados precios puede estar relacionada con la del crédito. En el presente recuadro se analiza la evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona.

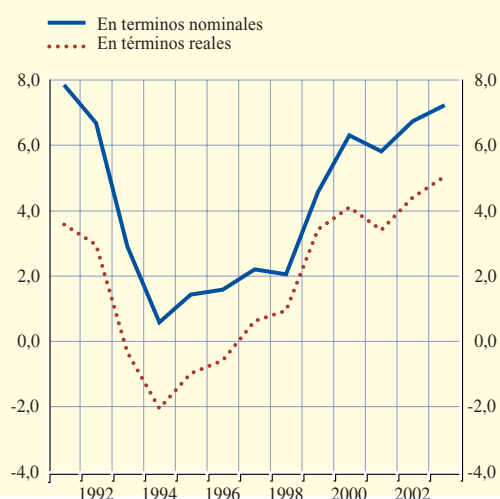
Las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se sitúan en la actualidad en niveles cercanos al máximo alcanzado desde comienzos de los años noventa. Se estima que estos precios se han elevado un 7,2% en la zona del euro en el 2003, siendo éste el cuarto año consecutivo en el que se registra un incremento de un 6%-7% (véase gráfico A). Entre los años 1999 y 2003, la tasa de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales ha superado el IAPC entre 4 y 5 puntos porcentuales. Este período, durante el cual dichos precios han crecido de forma intensa y sostenida, sigue a un período de subidas de precios relativamente modestas (de menos de un 3%) entre los años 1993 y 1998. Cabe observar que, debido a la heterogeneidad de los datos nacionales subyacentes, las cifras agregadas de la zona del euro son de escasa calidad y sólo proporcionan una indicación general de la evolución de los precios².

La evolución de los precios de los inmuebles residenciales en cifras agregadas de la zona del euro oculta marcadas disparidades entre los países de la zona, como puede apreciarse en el gráfico B³. Entre los años 1999 y 2003, los precios de los inmuebles residenciales experimentaron considerables aumentos, superiores a la media de la zona del euro, en España, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos y Grecia. Por lo que se refiere a la evolución más reciente en estos países, en el 2003 se observó una desaceleración de estos precios en los Países Bajos, Grecia e Irlanda y, por el contrario, una mayor aceleración de los mismos en España. Entre los años 1999 y 2003, en Austria, Alemania y Portugal, las variaciones de precios fueron moderadas, manteniéndose por debajo de la media de la zona del euro. En el 2003, los precios de los inmuebles residenciales descendieron en Alemania y experimentaron una fuerte desaceleración en Portugal. Por otra parte, cabe destacar el acusado repunte de estos precios observado en Francia en el 2003.

- 1 Hasta la fecha, no se ha incluido en el IAPC ningún componente de costes de las viviendas propias.
- 2 Para una información más detallada sobre las limitaciones de los datos, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro» en el Boletín Mensual de diciembre del 2003.
- 3 Para Luxemburgo y Austria, los últimos datos disponibles son los relativos al 2002.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro en términos nominales y reales

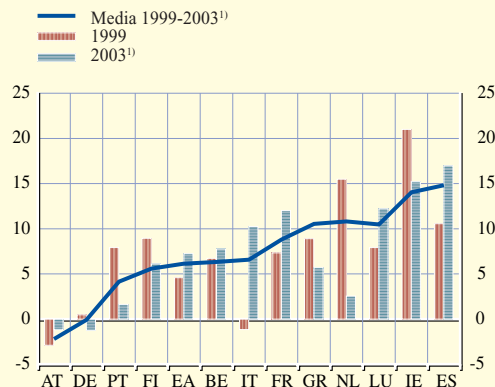
(tasas de variación interanual; datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos nacionales no armonizados.
Nota: Los precios de los inmuebles residenciales en términos reales se obtienen utilizando el IAPC como deflactor.

Gráfico B Variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: EA significa zona del euro.

1) Para Austria y Luxemburgo datos disponibles hasta 2002.

Los últimos datos trimestrales disponibles para el 2004 confirman los pronunciados incrementos de los precios de los inmuebles residenciales registrados en España y sugieren una aceleración adicional en Francia y Finlandia. Los datos trimestrales muestran también que proseguirá la desaceleración de los precios en Grecia e indican que la situación se mantendrá, en general, estable en los Países Bajos y Portugal, con moderados aumentos de los precios de la vivienda en comparación con la media de la zona del euro.

El fuerte ritmo de incremento de los precios de los inmuebles residenciales observado en algunos de los países de la zona exige una estrecha vigilancia de la evolución del mercado de la vivienda en estos países, debido a sus posibles implicaciones para estas economías y para la zona del euro en su conjunto.

El crecimiento de los salarios negociados se ha venido manteniendo prácticamente sin cambios entre el 2,2% y el 2,4% desde el segundo trimestre del 2003, tras registrar tasas de crecimiento del 2,7%, como promedio, en el 2002. Los últimos datos disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento salarial interanual de la zona del euro permaneció moderado en el primer semestre del 2004.

Otros indicadores de costes laborales, disponibles sólo hasta el primer trimestre del 2004, concuerdan, en distintas medidas, con la moderación del crecimiento salarial observada desde el 2002. El crecimiento interanual de los costes laborales por hora se situó en el 2,5% en el primer trimestre del 2004, en comparación con las medias anuales del 3,7% y del 2,8% registradas en el 2002 y el 2003, respectivamente. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado fue del 1,9% en el primer trimestre del 2004 y, mientras que no puede descartarse una ligera revisión al alza de esta cifra sobre la base de los datos nacionales, se confirma la tendencia a la baja observada en los dos últimos años. Junto con el incremento interanual del crecimiento de la productividad hasta el 1,1% en el primer trimestre del 2004, ello ha hecho descender el crecimiento de los costes laborales unitarios hasta el 0,9%, lo que debería ejercer presiones a la baja sobre la inflación (véase también el recuadro 6 relativo al impacto del crecimiento de los costes laborales unitarios sobre la inflación).

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, la reciente elevación de los precios del petróleo podría generar a corto plazo nuevas presiones al alza sobre la inflación medida por el IAPC. Las actuales expectativas del mercado respecto a los precios del petróleo hacen poco probable que las tasas de inflación interanual vuelvan a niveles inferiores al 2% en lo que queda de año. Sin embargo, a más largo plazo, no existen en estos momentos indicios de aumento de las presiones internas. La evolución reciente de los salarios muestra un crecimiento moderado y se espera que esta tendencia se mantenga durante un cierto tiempo a la vista del alto nivel de desempleo observado en la zona del euro. Los expertos del BCE esperan que la inflación se sitúe entre el 1,3% y el 2,3% en el 2005 (véase recuadro 8). Sin embargo, esta valoración se basa en el supuesto de que los precios

Cuadro 9 Indicadores de costes laborales

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

del petróleo descendan en línea con los precios de futuros en los próximos trimestres. Por otro lado, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían elevarse por encima del nivel considerado en las proyecciones, ya que se dispone actualmente de escasa información sobre estas medidas y su posible impacto en el 2005. Aunque no existen sólidas evidencias de efectos indirectos y secundarios del incremento de los precios de las materias primas en las circunstancias actuales, la posible aparición de tales efectos habrá de ser objeto de un estrecho seguimiento, especialmente cuando se fortalezca la economía.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS Y SUS IMPLICACIONES PARA LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

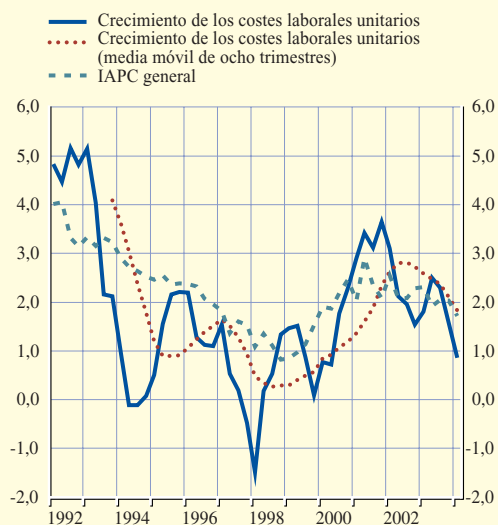
Un enfoque común para explicar y predecir la inflación supone que los precios vienen determinados como margen de las empresas sobre sus costes. Dado que el coste del factor trabajo representa una parte significativa de los costes totales de una empresa, su evolución tiene obviamente importantes implicaciones para la inflación. Una medida indicativa del coste del trabajo para las empresas viene dada por los costes laborales unitarios, que miden los costes laborales totales por unidad de producción. En el presente recuadro se analiza la relación entre los costes laborales unitarios y la inflación en la zona del euro, centrándose en particular en la evolución observada en los últimos años.

Para evaluar las presiones sobre los costes generadas por el mercado de trabajo, con frecuencia resulta útil analizar las variaciones de los costes laborales unitarios, además de la evolución de los salarios nominales. Una variación del crecimiento de los salarios nominales no ejerce necesariamente presiones sobre las empresas para modificar sus precios. Por ejemplo, una elevada tasa de crecimiento salarial vinculada a un mayor crecimiento de la productividad del trabajo, o resultante del mismo, no originará ninguna reducción de los beneficios y no debería, por tanto, generar presiones sobre las empresas para elevar sus precios. La tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se calcula como la diferencia entre la tasa de variación de los costes salariales nominales y la tasa de variación de la productividad del trabajo. Como tales, los costes laborales unitarios son un valioso indicador de las presiones que reciben las empresas para modificar sus precios como resultado de la evolución del mercado de trabajo.

Sin embargo, por distintas razones, las variaciones de los costes laborales unitarios no se traducen siempre de forma inmediata o automática en variaciones de la tasa de inflación. En primer lugar, los costes laborales unitarios no reflejan totalmente los costes de las empresas. Según las estimaciones

Gráfico A Crecimiento de los costes laborales unitarios e inflación

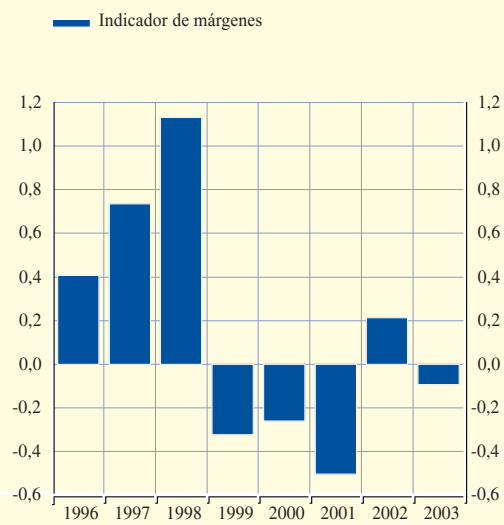
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: El crecimiento de los costes laborales unitarios se calcula sustrayendo el crecimiento interanual de la productividad del crecimiento interanual de la remuneración por asalariado.

Gráfico B Indicadores de márgenes

(tasas de variación anual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: El indicador de márgenes se calcula sustrayendo la tasa de crecimiento anual de los costes laborales unitarios de la tasa de crecimiento anual del deflactor del valor añadido bruto a precios básicos.

disponibles, los costes laborales representan, como promedio, aproximadamente el 30%-40% del total de los costes de los consumos intermedios de las empresas de la zona del euro. Es importante destacar que los costes de capital y otros costes de los consumos intermedios, como los precios del petróleo o el coste de otras materias primas, pueden afectar también a la evolución de los precios. En segundo lugar, las empresas no siempre deciden modificar sus precios en respuesta a variaciones de los costes laborales, incluso después de que se produzcan cambios en la productividad del trabajo. Por el contrario, pueden decidir ajustar sus márgenes, porque temen, por ejemplo, perder su cuota de mercado, o no desean asumir el coste de revisión de sus precios. Estas consideraciones son particularmente relevantes para las variaciones a corto plazo de los costes laborales unitarios o para variaciones percibidas como cambios transitorios. Sin embargo, si las variaciones de los costes laborales unitarios son más duraderas o se perciben como cambios permanentes, los incentivos de las empresas para trasladarlas a sus precios tienden a ser mayores.

El gráfico A muestra la evolución del crecimiento de los costes laborales unitarios y la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el período comprendido entre el año 1992 y el primer trimestre del 2004. El cuadro sugiere que existe una relación estrecha, aunque no perfecta, en la evolución de las dos series. En particular, la inflación y el crecimiento de los costes laborales unitarios evolucionan frecuentemente en la misma dirección, pero la inflación parece variar considerablemente menos que el crecimiento de los costes laborales unitarios. Por ejemplo, tras experimentar un fuerte descenso en 1997 y 1998, el crecimiento de los costes laborales unitarios volvió a aumentar en 1999, patrón que no se observó con la misma intensidad en la tasa de inflación. Una posible interpretación de esta evolución podría ser que las empresas consideraron que el descenso de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios registrado en 1997 y 1998 era transitorio, por lo que ajustaron sus márgenes en lugar de sus precios. Sin embargo, las persistentes fluctuaciones del crecimiento de

estos costes, reflejadas por la media móvil de ocho trimestres, también representada en el gráfico A, tienden a estar asociadas a variaciones correspondientes de la inflación. En los últimos años, la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios se ha elevado considerablemente, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo relacionada con la recesión económica. En promedio, los costes laborales unitarios crecieron un 2,3% entre el 2001 y el 2003, período durante el cual la inflación se elevó también de forma significativa. Con todo, gran parte del aumento de la inflación puede explicarse por otras perturbaciones, especialmente las provocadas por el incremento de los precios de los componentes más volátiles del IAPC, es decir, los alimentos y la energía. Además, la elevación de los precios administrados y de los impuestos indirectos y la subida de algunos otros precios, que coincidieron con la introducción de los billetes y monedas en euros, pueden haber contribuido al aumento de la inflación medida por el IAPC general. En otras palabras, durante este período las empresas pueden haber absorbido la mayor parte del incremento de los costes laborales unitarios mediante la reducción de sus beneficios.

Los márgenes de las empresas son difíciles de medir utilizando las estadísticas macroeconómicas existentes (véase también el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro» en el *Boletín Mensual* de enero del 2004). Sin embargo, el gráfico B muestra un indicador de márgenes calculado como la diferencia entre la tasa de variación del deflactor del valor añadido bruto y la de los costes laborales unitarios. De acuerdo con el análisis anterior, en el gráfico se aprecia que la tasa de crecimiento del indicador de márgenes fue negativa entre los años 1999 y 2003, salvo en el 2002. Más recientemente, el crecimiento de los costes laborales unitarios se redujo sensiblemente en el primer trimestre del 2004, y la evidencia disponible sugiere que se mantuvo en un nivel moderado en el segundo trimestre. La desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios se debe, en gran medida, al mayor crecimiento de la productividad observado en los últimos trimestres. Suponiendo que el crecimiento de los salarios nominales permanezca estable, cabe esperar un repunte del indicador de márgenes en el primer semestre del 2004 y en fechas posteriores, en línea con la recuperación de la actividad económica.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según el avance de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,5% en el segundo trimestre del 2004. Si bien todavía no se cuenta con datos sobre la composición del crecimiento del PIB en la zona del euro durante ese trimestre, la información que se dispone de los distintos países apunta a un vigoroso crecimiento de las exportaciones, así como a una contribución positiva de la demanda interna. Los datos procedentes de las encuestas confirman el crecimiento continuado de las manufacturas y de los servicios. Los indicadores del gasto de los hogares sugieren un crecimiento más moderado del consumo privado en el segundo trimestre, comparado con el fuerte avance experimentado en el primer trimestre. Las condiciones del mercado de trabajo no experimentaron cambios significativos en el primer semestre del 2004. De cara al futuro, siguen dándose las condiciones para que se mantenga la recuperación.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

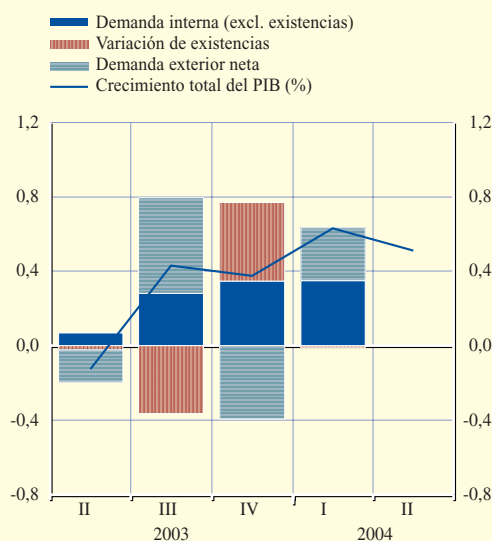
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La información disponible confirma que la recuperación de la actividad económica en la zona del euro mantuvo su impulso en el segundo trimestre del 2004. Según el avance de Eurostat, el PIB real de la zona creció un 0,5% en términos intertrimestrales en el segundo trimestre del 2004, ligeramente por debajo de la tasa de crecimiento observada en el primer trimestre (véase gráfico 29).

Aún se carece de información sobre los componentes del crecimiento en la zona del euro durante el segundo trimestre. La información disponible sobre los distintos países sugiere que es probable que las exportaciones, impulsadas por una intensa demanda exterior, hayan seguido desempeñando un papel fundamental en la recuperación registrada en el segundo semestre del año. Con todo, la contribución total de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real puede haberse reducido por el vigoroso crecimiento de las importaciones. Al mismo tiempo, se considera que la demanda interna ha respaldado el crecimiento en el segundo trimestre, continuando así la mejora de su aportación al crecimiento registrada en trimestres anteriores.

Gráfico 29 Contribuciones al crecimiento del PIB real

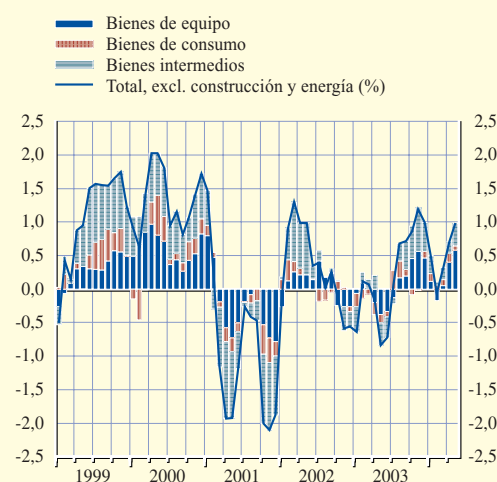
(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La última observación del crecimiento total del PIB corresponde a un avance de Eurostat.

Gráfico 30 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.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La actividad siguió creciendo en las manufacturas durante el segundo trimestre. Pese a la caída observada en ese período, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un incremento del 0,8% con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 30). Este incremento está en consonancia con las continuas indicaciones positivas de la información procedente de las encuestas. Los datos de nuevos pedidos han mostrado considerable volatilidad en meses recientes, debido, en parte, a un único e importante pedido realizado en mayo, que afectó a los datos de la zona del euro en su conjunto. Más allá de esta volatilidad a corto plazo, los nuevos pedidos industriales parecen haberse intensificado ligeramente, lo que proporciona una perspectiva favorable en lo que se refiere a la producción industrial.

El descenso de la producción industrial en junio fue generalizado en todos los sectores. En el segundo trimestre, la producción aumentó, sobre todo en los bienes de equipo, mientras que la producción de bienes de consumo se mantuvo prácticamente sin cambios. El vigoroso crecimiento de la producción de bienes de equipo podría indicar una contribución de la formación de capital fijo al crecimiento más elevada.

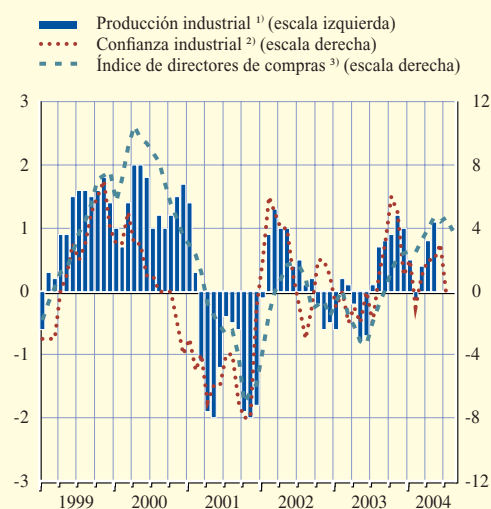
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y A LOS SERVICIOS

Los últimos datos procedentes de las encuestas confirman el crecimiento sostenido de las manufacturas y los servicios. No obstante, al igual que en años anteriores, no se dispone de los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea de agosto. Por consiguiente, la evaluación de los datos de las encuestas se basa en los resultados para la zona del euro disponibles hasta julio, en los resultados del índice de directores de compras de la industria manufacturera de agosto y en la información de los distintos países también de agosto.

Si se examina la evolución del indicador de confianza industrial de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hasta julio, se observa una mejora significativa de la confianza en esta rama durante los últimos años (gráfico 31). Además, en este período, el ritmo de mejora de la confianza industrial ha sido relativamente rápido, pese a haberse moderado ligeramente en meses recientes, y está próximo al observado en períodos de expansión previos. La evolución del índice de directores de compras de la industria manufacturera durante el año pasado fue similar a la del indicador de confianza de la Comisión Europea. Sin embargo, en agosto el índice de directores de compras registró un descenso, como consecuencia de movimientos generalizados en todos sus componentes. En este contexto de intensa mejora desde mediados del año 2003, el reciente descenso de este índice parece ser limitado. Por otra parte, como el nivel actual del índice está muy por encima de 50, la evolución reciente apunta al crecimiento sostenido de la actividad industrial en el tercer trimestre. Esta opinión coincide también con la información de los distintos países disponible en agosto.

Gráfico 31 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.

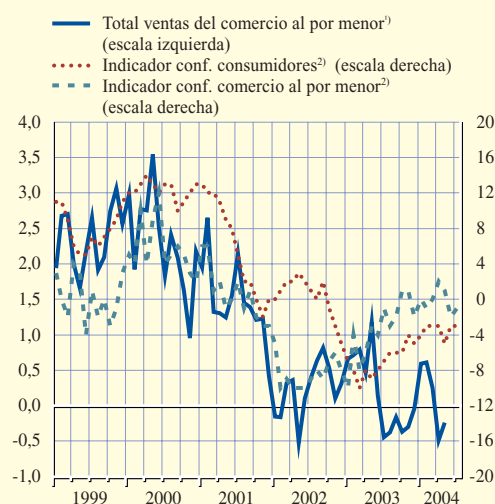
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.

3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

Gráfico 32 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

En cuanto a los servicios, tras registrar mejoras significativas a lo largo del 2003, la confianza se ha mantenido prácticamente sin cambios desde finales de ese año. Sin embargo, los resultados de la encuesta a los servicios de julio siguen siendo coherentes con el crecimiento continuado de esta rama productiva a comienzos del tercer trimestre. En concreto, el índice de directores de compra de los servicios supera claramente el umbral de 50 que indica crecimiento.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores del gasto de los hogares apuntan a un crecimiento más lento del consumo privado en el segundo trimestre, si se compara con el fuerte avance observado en el primer trimestre. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron en el segundo trimestre con respecto al primero (véase gráfico 32), como resultado de la evolución de mayo. Como estas ventas al por menor representan aproximadamente el 40% del consumo privado final, la publicación puntual de datos relativos a esta variable constituyen un componente importante de la evaluación del consumo y del crecimiento de la zona del euro. El progreso realizado en la puntualidad de estos datos supone una de las recientes mejoras registradas en la disponibilidad de los datos que se menciona en el recuadro titulado «Principales Indicadores Económicos Europeos: avance hasta

septiembre del 2004»¹. El descenso de las ventas al por menor en el segundo trimestre fue contrarrestado por el aumento de las matriculaciones de automóviles, un componente menos importante del consumo privado final.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 9% en julio, sin cambios desde abril de este año. Por grupos de edad, la tasa de desempleo tanto de los menores como de los mayores de veinticinco años se mantuvo estabilizada en el 17,4% y en el 7,9%, respectivamente. A pesar de la estabilidad de la tasa de paro, el número de desempleados aumentó ligeramente en julio. No obstante, el ritmo de crecimiento fue menor que el observado en promedio desde abril de este año.

EMPLEO

Es probable que el empleo total se haya mantenido prácticamente estabilizado en el primer semestre del año. El crecimiento del empleo fue nulo en el primer trimestre de este año, en comparación con el último trimestre del 2003 (véase cuadro 10). No se dispone aún de datos de empleo en la zona del euro para el segundo trimestre. Ciertamente, a pesar de las mejoras significativas en la divulgación de otros Principales Indicadores Económicos Europeos, mencionadas en el recuadro 7, el avance ha sido menor en lo que se refiere a la reducción de los prolongados desfases existentes en la disponibilidad de datos fundamentales relativos al mercado de trabajo. La

¹ Para una descripción de la metodología en que se basan estos datos, véase el recuadro titulado «Primer estimación de la cifra de negocios del comercio al por menor en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2004.

Recuadro 7

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS EUROPEOS: AVANCES REALIZADOS HASTA SEPTIEMBRE DEL 2004

Los Principales Indicadores Económicos Europeos (PIEE), adoptados por el Consejo ECOFIN en febrero del 2003, constan de una lista de las principales estadísticas de la zona del euro y de la UE y de los plazos previstos con relación a su periodicidad y puntualidad, que deberán cumplirse en el 2005. Los PIEE se elaboraron a partir del Plan de Acción de la UEM sobre exigencias en materia estadística adoptado por el Consejo ECOFIN en otoño del 2000, que establecía prioridades para mejorar las estadísticas de la zona del euro. El Consejo ECOFIN invitó al Comité Económico y Financiero (CEF) a examinar detenidamente sus progresos, con la colaboración de Eurostat y del BCE¹. En este recuadro se comentan los avances realizados recientemente con el fin de cumplir los objetivos establecidos para los PIEE².

Desde la adopción de los PIEE, en febrero del 2003, se han puesto a disposición del público un conjunto adicional de PIEE para la zona del euro. Esto ha sido posible gracias a que los institutos nacionales de estadística (INE) han sido más puntuales en la publicación de datos o han divulgado nueva información, así como a la elaboración por parte de Eurostat de agregados europeos a partir de estos datos. Eurostat comenzó a publicar *estimaciones preliminares del PIB de la zona del euro* en mayo del 2003; estas estimaciones se publican actualmente 43 días después de que termine el trimestre de referencia. La cobertura de países de la estimación preliminar abarca en estos momentos el 83% de la zona del euro. Hasta ahora, todas las tasas de crecimiento intertrimestral de la estimación preliminar del PIB han sido confirmadas por la primera estimación, que se basa en información más completa. Recientemente se han publicado por primera vez datos trimestrales sobre los *ingresos y gastos de las Administraciones Públicas*³. Desde noviembre del 2003 se dispone de información mensual sobre *nuevos pedidos en las industrias manufactureras*. En el caso de los nuevos pedidos, la cobertura de países alcanza el 97% y se ha logrado que los datos se publiquen cuatro días antes del objetivo de 50 días. Los primeros datos sobre la *tasa de vacantes* se divulgaron en julio del 2004. La puntualidad de la primera estimación (92 días) está significativamente por encima del objetivo de 45 días, pero se espera que mejore en el futuro. También se necesitan nuevos avances en la cobertura de países y en la armonización de los datos de vacantes.

Si se compara con finales del 2002, la puntualidad ha mejorado en varios PIEE de la zona del euro. La mejora de puntualidad más significativa, en torno a 25 días, se ha producido en el *índice de ventas al por menor*; lo que ha sido posible gracias a la introducción de un sistema europeo de muestreo. Este nuevo y prometedor enfoque se basa en las estimaciones preliminares de los institutos nacionales de estadística, que suelen derivarse de la submuestra de muestras nacionales ya existentes. Además, la puntualidad en la publicación del *índice de costes laborales* ha aumentado considerablemente (76 en lugar de 90 días).

Aún no se dispone de algunos PIEE. Se prevé que en el 2005 pueda disponerse de los *índices de ventas de otros servicios*. Se espera que los datos sobre *las cuentas trimestrales de los hogares y de las empresas* se publiquen en el año 2006⁴. La situación es menos clara con respecto a otros PIEE que han de publicarse sobre *precios de importación y precios al por mayor en los servicios de mercado*, pues éstos están condicionados a la adopción de una modificación del Reglamento del Consejo relativo a las estadísticas a corto plazo. Es probable que los resultados para Europa sólo estén disponibles en el año 2007. Por otra parte, la cobertura de países para varios de los PIEE relativos a indicadores a corto plazo y del mercado de trabajo sigue sin ser suficiente (v.g., *índice*

1 Conclusiones del Consejo ECOFIN, 2 de junio de 2004.

2 Véase el recuadro titulado «Los Principales Indicadores Económicos Europeos» en el artículo titulado «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2003.

3 Véase el artículo titulado «Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

4 A finales del 2003, la Comisión Europea envió una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las cuentas trimestrales no financieras por sectores institucionales.

Principales indicadores económicos europeos

(situación en el verano del 2004)

	Periodicidad (M= mensual; T= Trimestral)	Plazo previsto para los indicadores de la zona del euro ¹⁾	Plazo actual de los indicadores de la zona del euro ¹⁾	Plazo actual de los indicadores de Estados Unidos
Indicadores de precios de consumo				
IAPC: estimación preliminar	M	0	0	ND
IAPC: índices actuales	M	17	17	14 ²⁾
Cuentas nacionales trimestrales				
Estimación preliminar del PIB	T	45	43	30
Primera estimación del PIB con más detalles	T	60	69	30
Cuentas de los hogares y de las empresas	T	90	ND	60
Estadísticas de las Administraciones Públicas	T	90	100	60
Indicadores económicos de actividad				
Índice de producción industrial	M	40	47	14
Índice de precios industriales (interiores)	M	35	33	14
Índice de nuevos pedidos industriales	M	50/40 ³⁾	54	28
Índice de precios de importación	M	45	ND	7
Actividad en la construcción	MT	45	77	16
Índice de ventas del comercio al por menor y de reparaciones	M	30	35	15
Índice de ventas de otros servicios	T	60	ND	ND
Índice de precios al por mayor en los servicios de mercado	T	60	ND	ND
Indicadores del mercado de trabajo				
Tasa de desempleo	M	30	32	5
Tasa de vacantes	T	45	92	5
Empleo	T	45	100	5
Índices de costes laborales	T	70	76	30
Indicadores de comercio exterior				
Balanza comercial	M	45	50	44

Nota: ND = No disponible

1) Publicación en días naturales posterior al término del período de referencia.

2) Se refiere al índice de precios de consumo (IPC).

3) El plazo previsto a largo plazo es de 40 días.

de costes laborales). El compromiso de los institutos nacionales de estadística sugiere que, a lo largo del 2005, la cobertura de las *estimaciones preliminares del IAPC y del PIB* aumentará.

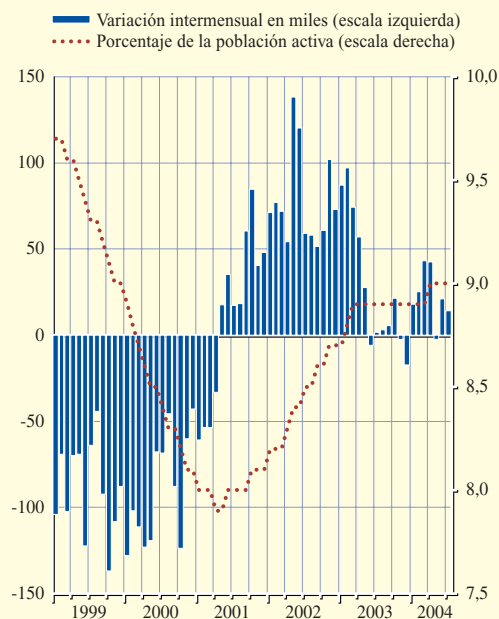
En general, la puntualidad de indicadores similares para Estados Unidos continua siendo mayor que la de la mayoría de los PíEE; lo que es especialmente cierto en lo que se refiere a los indicadores del mercado de trabajo. Se espera que la puntualidad de los PíEE mejore como consecuencia del principio «first-for-Europe». Este principio supone que el calendario de publicación de los PíEE seguirá las necesidades de política económica de Europa, tratando de lograr, por ejemplo, la publicación simultánea de resultados nacionales y de la zona del euro. Como primera medida, se está preparando un calendario de publicación común de las *estimaciones preliminares del PIB* y del *IAPC* para el 2005. Desgraciadamente, esta simultaneidad no se ha logrado en la reciente publicación de la estimación preliminar del PIB, pues la estimación para la zona del euro se publicó un día después que la de los PIB nacionales. Por último, el principio «first-for-Europe» exige el establecimiento de una política de revisión a escala europea, con el fin de solventar el problema de revisiones frecuentes y sin coordinar de los agregados europeos. En su reciente informe sobre las estadísticas de la UEM⁵, el CEF apoyó decididamente los esfuerzos para coordinar los PíEE mediante su publicación simultánea y políticas de revisión comunes que se basen en las necesidades de Europa.

En conjunto, los PíEE ya han ocasionado mejoras significativas en la información estadística de la zona del euro; sin embargo, sin un compromiso más decidido por parte de las autoridades nacionales, la plena consecución de los objetivos para los PíEE para el año 2005 está en peligro.

5 Comité Económico y Financiero: «Status Report on Information Requirements in EMU», Bruselas, 25 de mayo de 2004.

Gráfico 33 Desempleo

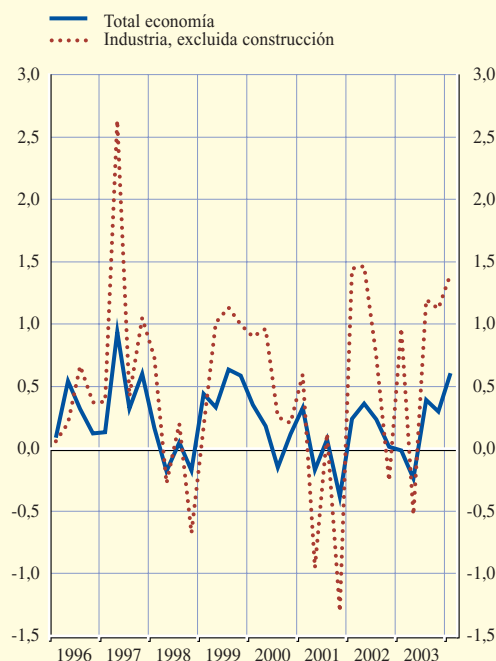
(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 34 Productividad del trabajo

(tasas de variación intertrimestral; desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

información de los distintos países para el segundo trimestre no sugiere un cambio significativo en la evolución del desempleo. El empleo en la industria siguió disminuyendo en el primer trimestre, mientras que en los servicios aumentó a un ritmo observado también en trimestres anteriores. A pesar de que el cambio estructural en curso ocasiona un descenso tendencial del empleo en los servicios, se espera que los incrementos de carácter cíclico en la producción se transformen gradualmente en una evolución del empleo en este sector más positiva. Mientras tanto, el crecimiento tanto del PIB real como de la producción industrial generaron ganancias sustanciales en la productividad del trabajo al inicio de la recuperación (véase gráfico 34).

Cuadro 10 Crecimiento del empleo

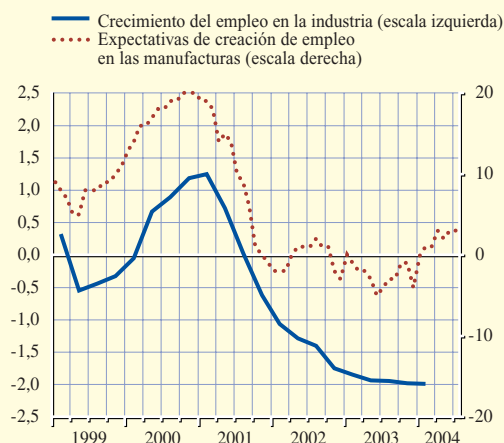
(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 35 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos)



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

Hacia mediados de año, las empresas de la zona del euro se han mostrado ligeramente más optimistas acerca de las perspectivas de empleo (véase gráfico 35), aunque los datos disponibles para julio fueron algo más contradictorios. Además, el indicador de empleo del índice de directores de compras de las manufacturas empeoró levemente en agosto. Los últimos datos procedentes de las encuestas contrastan en cierta medida con otras indicaciones que sugieren una evolución algo más favorable del mercado de trabajo de la zona del euro en el segundo semestre del año. Por ejemplo, la información sobre empleos vacantes apunta a la estabilización de la tasa de vacantes en el segundo trimestre.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La última información sobre la evolución de la actividad económica en la zona del euro confirma la opinión de que la recuperación de la zona del euro ha mantenido su impulso, respaldada por el fuerte crecimiento de las exportaciones y por el gradual fortalecimiento de la demanda interna.

En comparación con la información disponible en junio de este año, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro para el 2004 y fechas posteriores son ligeramente más favorables, como queda descrito en el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro». Se espera que las exportaciones, impulsadas por el vigoroso crecimiento mundial, continúen respaldando el crecimiento de la zona del euro. Al mismo tiempo, las condiciones son favorables para que se fortalezca aún más la demanda interna, debido a una mayor inversión empresarial y, en

línea con la esperada mejora gradual del mercado de trabajo, al consumo privado. En cuanto al alza de los precios del petróleo, conviene realizar un seguimiento atento de los movimientos de estos precios, aunque se espera que su efecto moderador sobre la actividad de la zona del euro sea limitado.

Recuadro 8

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

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de agosto de 2004, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹.

Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE se basan en una serie de supuestos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios del petróleo, el comercio internacional excluida la zona del euro y las políticas fiscales. En concreto, se parte del supuesto técnico de que los tipos de interés de mercado a corto plazo y los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en el período abarcado por las proyecciones. Los supuestos técnicos sobre los tipos de interés a largo plazo y sobre los precios tanto del petróleo como de las materias primas no energéticas se basan en las expectativas de los mercados², mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro. Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada país de la zona del euro y sólo incluyen las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas y que probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

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

Supuestos referentes al entorno internacional

Se proyecta que la recuperación de la actividad económica mundial fuera de la zona del euro siga siendo intensa durante el horizonte temporal de las proyecciones. Estados Unidos y Asia, excluido Japón, seguirán aportando, previsiblemente, una contribución significativa al crecimiento mundial. Asimismo, se espera que la actividad económica de otras regiones, que se han beneficiado de la mejora global de las condiciones durante el 2003, mantenga su dinamismo y se diversifique en mayor medida. No obstante, se prevé que el crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro continúe situándose en niveles ligeramente inferiores a las elevadas tasas registradas en los últimos meses del 2003 y el primer trimestre del 2004, a medida que la recuperación avance y las políticas económicas retomen gradualmente una orientación más neutral.

Por lo que se refiere al PIB real fuera de la zona del euro, su tasa media de crecimiento interanual se situaría entorno al 5,5% en el 2004 y al 4,5% in 2005. Se parte del supuesto de que el crecimiento del comercio internacional seguirá una trayectoria acorde con la del PIB real mundial. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situaría en torno al 8% tanto en el 2004 como en el 2005.

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

2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el Euribor a tres meses, se mantendrán en un nivel ligeramente superior al 2,1% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,21 durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 2,0% superior a la media del 2003. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 4,3% registrado en promedio en el 2004 hasta el 4,6%, en el 2005. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 17% en dólares estadounidenses en el 2004 y que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 36,6 dólares por barril en el 2004 y que se mantendrán en 36,8 en el 2005. No obstante, durante los últimos años, los precios del petróleo se han situado con frecuencia en niveles superiores a los indicados por los mercados de futuros. Una subida de los precios del petróleo por encima de los niveles considerados en los supuestos podría repercutir negativamente en el crecimiento del PIB y tener un efecto alcista de mayor magnitud sobre la inflación.

Resultados principales

Se proyecta que la actividad económica de la zona del euro se muestre ligeramente más dinámica de lo que indican las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en la edición de junio del 2004 del Boletín Mensual. Las proyecciones referidas a la tasa media de variación del IAPC se han revisado moderadamente al alza, debido a la subida de los precios del petróleo.

Proyecciones referentes al crecimiento del PIB real

De acuerdo con la estimación de Eurostat, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se habría situado en el 0,5% en el segundo trimestre de este año, tras haber registrado un 0,6% en el primer trimestre, y se espera que permanezca en torno a estos niveles durante el horizonte temporal de las proyecciones. La tasa media de crecimiento interanual del PIB real se incrementaría hasta situarse entre el 1,6% y el 2,2% en el 2004, y entre el 1,8% y el 2,8% en el 2005. Se espera que el fuerte crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, se transmita de forma gradual a la demanda interna durante el curso de este año. Se proyecta que el empleo total se recupere paulatinamente en el 2004 y que se refuerce en el 2005, mientras que la tasa de desempleo debería descender en el 2005.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, se estima que el crecimiento del consumo privado experimentará un alza en consonancia con la evolución de renta real disponible en el conjunto de la zona del euro, y que la tasa de ahorro de los hogares se mantendrá, en líneas generales, en un nivel constante durante el horizonte temporal considerado. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la renta real disponible de los hogares, tras haberse situado en un nivel moderado en el 2004, se incrementará en el 2005, respaldado por el mayor crecimiento del empleo y por el aumento de los salarios reales. Aunque la mejora de las condiciones del mercado de trabajo deberían traducirse en un refuerzo de la confianza de los consumidores, se espera que el nivel de ahorro se mantenga elevado, como consecuencia de las preocupaciones relativas a la evolución de las finanzas públicas y, especialmente, a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. La recuperación prevista de la inversión total es atribuible principalmente a la inversión empresarial, que se ha visto estimulada por la mejora del entorno económico mundial y el bajo nivel de los tipos de interés reales. Se estima que la inversión privada en vivienda se reactivará durante el horizonte de las proyecciones, tras el declive observado durante los tres últimos años.

Proyecciones sobre precios y costes

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación del IAPC se situará entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,3% y el 2,3% en el 2005. Sobre la base de los supuestos relativos a los precios del petróleo mencionados anteriormente, se proyecta que el componente energético contribuya significativamente a la inflación medida por el IAPC en el 2004, aunque moderadamente en el 2005. La tasa de variación del componente no energético del IAPC experimentará una ligera reducción en el 2005, como reflejo del mantenimiento de la contención de las presiones de los costes internos y de la moderación de los incrementos de los precios de importación. Asimismo, conforme a los supuestos adoptados en materia fiscal para el 2005, se prevé una contribución menor de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados, que la que se produjo a consecuencia de las significativas medidas aplicadas en el 2004.

Pese a la reciente subida de los precios del petróleo, se estima que los precios de importación se mantendrán en un nivel moderado en el 2004, como consecuencia del efecto retardado de la apreciación del euro. Partiendo del supuesto de que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles constantes durante el 2005, se proyecta que los precios de las importaciones se incrementen de forma poco significativa en este período.

Se considera que el crecimiento nominal de la remuneración por asalariado seguirá siendo contenido durante el período abarcado por las proyecciones. Esta proyección tiene en cuenta los acuerdos salariales en vigor y la leve mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, aunque también está condicionada por el supuesto de que los efectos indirectos del aumento de los precios del petróleo no incidirán sobre la remuneración nominal. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo continuará siendo intenso a lo largo del horizonte proyectado. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales unitarios seguiría siendo moderado tanto en el 2004 como en el 2005.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)¹⁾

	2003	2004	2005
IAPC	2,1	2,1-2,3	1,3-2,3
PIB real	0,5	1,6-2,2	1,8-2,8
Consumo privado	1,0	1,2-1,6	1,5-2,7
Consumo público	1,9	0,7-1,7	0,5-1,5
Formación bruta de capital fijo	-0,4	0,8-2,4	2,0-5,2
Exportaciones (bienes y servicios)	0,3	4,8-7,6	5,6-8,8
Importaciones (bienes y servicios)	2,1	3,7-6,7	5,3-8,7

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

Comparación con las proyecciones de junio del 2004

Los intervalos proyectados para el crecimiento del PIB real de la zona del euro han sido objeto de una ligera corrección al alza, tanto para el 2004 como para el 2005, en relación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en la edición de junio del 2004 del *Boletín Mensual*. Las correcciones al alza reflejan la mayor contribución de las exportaciones netas en el 2004.

Los límites inferiores de los intervalos proyectados para la tasa de variación interanual del IAPC han sido, asimismo, corregidos ligeramente al alza respecto a las proyecciones macroeconómicas de junio del 2004. Dicha corrección refleja la variación al alza de los supuestos referidos a los precios del petróleo para el 2004 así como para el 2005, que se han incrementado en torno a un 6% y un 16% respectivamente. Estos supuestos implican una mayor contribución del componente energético al IAPC, mientras que las proyecciones para el componente no energético se mantienen prácticamente sin variación respecto a las proyecciones de junio.

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

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IAPC - septiembre 2004	2,1	2,1-2,3	1,3-2,3
IAPC - junio 2004	2,1	1,9-2,3	1,1-2,3
PIB real - septiembre 2004	0,5	1,6-2,2	1,8-2,8
PIB real - junio 2004	0,5	1,4-2,0	1,7-2,7

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las últimas informaciones disponibles confirman las expectativas previas sobre la situación de las finanzas públicas en el presente año. Parece probable que la mayoría de los países de la zona del euro incumpla sus objetivos presupuestarios iniciales, y se prevé que el saldo agregado para el conjunto de la zona se incremente ligeramente con respecto al del año 2003. El mayor riesgo para los saldos presupuestarios procede de las desviaciones del gasto, mientras que las cuentas públicas de algunos países podrían beneficiarse de una evolución favorable del crecimiento económico. La profundización en la estrategia de saneamiento presupuestario como parte de un programa de reformas integral y orientado hacia el crecimiento constituye la principal prioridad para el 2005. Asimismo, deben introducirse mejoras en la información estadística. La limitada información disponible sugiere que, efectivamente, los países están avanzando hacia una estrategia conjunta de saneamiento presupuestario y reformas estructurales, aunque a un ritmo lento.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2004

La información más reciente facilitada por los Gobiernos de los distintos países acerca de la evolución de las finanzas públicas y de las medidas adoptadas carece de armonización, al existir diferencias en la cobertura y definición de los datos. Así pues, una evaluación de las perspectivas a corto plazo de las finanzas públicas en los países de la zona del euro sólo puede ser, en estos momentos, provisional. Los últimos datos presupuestarios armonizados de la zona del euro proceden de las previsiones publicadas por la Comisión Europea en la primavera del 2004 (presentadas en el *Boletín Mensual* de junio del 2004), así como de los indicadores estadísticos trimestrales del primer trimestre del año en curso (presentados en el artículo «Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», incluido en el *Boletín Mensual* de agosto del 2004).

La información de periodicidad inferior a la anual corrobora, en líneas generales, las previsiones presupuestarias elaboradas por la Comisión para la zona del euro correspondientes al 2004. Existe una evidencia creciente de que la mayoría de los países incumplirá los objetivos presupuestarios contenidos en sus programas de estabilidad actualizados de finales del 2003 e inicios del 2004, con fuertes desviaciones en algunos casos. Se prevé, además, que en buena parte de estos países se registren importantes déficit públicos, que superarán o se situarán muy próximos al límite del 3% del PIB en la mitad de ellos, aproximadamente. Parece probable que la ratio media de déficit de la zona del euro se sitúe ligeramente por encima del 2,7% del PIB registrado en el 2003, en lugar de experimentar el descenso contemplado en los objetivos de los programas de estabilidad actualizados de los distintos países.

La ratio media de deuda pública de la zona del euro probablemente continuará aumentando en el 2004 —aunque de forma moderada— por segundo año consecutivo, en vez de estabilizarse como se contemplaba en los planes iniciales de los Estados miembros. El número de países con una ratio de deuda superior al 60% del PIB se elevará hasta siete en el 2004 (Bélgica, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Austria y Portugal). De todo este grupo de países, sólo se espera que sea en Bélgica donde la ratio de deuda registre una notable reducción.

Las desviaciones esperadas con respecto a los planes presupuestarios iniciales encuentran una explicación parcial en unos resultados presupuestarios en el 2003 peores de lo esperado y en una situación económica menos favorable de lo previsto en algunos países. Otros motivos han sido los desbordamientos del gasto estructural, así como las debilidades de las políticas de ajuste, habiendo realizado algunos países unos esfuerzos de saneamiento inferiores a los originalmente programados.

La desfavorable evolución presupuestaria es particularmente preocupante en el caso de países con déficit excesivos (Alemania, Grecia, Francia y los Países Bajos) o con notables desequilibrios fiscales (Italia y Portugal). Todos estos países están experimentando presiones presupuestarias que sitúan sus déficit

muy por encima de los objetivos iniciales y que exigen de sus Gobiernos la adopción de medidas correctoras. Los factores que determinan las desviaciones presupuestarias presentan diferencias en los distintos países. En Alemania, se viene observando que un crecimiento estimulado por las exportaciones es menos favorable para las finanzas públicas que una expansión basada en la demanda interna. En Italia, las caídas de algunos ingresos y las desviaciones al alza de algunos gastos han agudizado los desfavorables efectos presupuestarios de un débil ritmo de crecimiento económico. En Grecia, Francia y Portugal, los desbordamientos del gasto (derivados, respectivamente, de los Juegos Olímpicos, del sector sanitario y de las pensiones) amenazan con profundizar los déficit públicos, pese a los dividendos fiscales derivados de un entorno de crecimiento económico favorable. Además, la información estadística sobre las finanzas públicas en Grecia se ha demostrado de escasa calidad, por lo que ulteriores revisiones de los datos oficiales podrían dar como resultado unas cifras de déficit sustancialmente superiores para el presente año y para ejercicios anteriores. En los Países Bajos, la evolución de las finanzas públicas ha de soportar el lastre de los pobres resultados económicos observados en años precedentes.

Algunos de estos países (Alemania, Francia, Italia y los Países Bajos) han adoptado ya medidas presupuestarias adicionales. Aunque los ajustes contemplados se basan, en algunos casos, en medidas puntuales con efectos meramente transitorios, dichos ajustes deberían contribuir a contener las cifras de déficit del año en curso. En la totalidad de estos países, cualquier desviación al alza con respecto a los objetivos de déficit en el 2004 pondría también en peligro la evolución de las finanzas públicas en el 2005. Así pues, en lo que resta del año 2004 se precisa una prudente ejecución presupuestaria y, en determinados países, una orientación presupuestaria aún más restrictiva a fin de corregir o prevenir los déficit excesivos y de satisfacer los compromisos fiscales.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL 2005

Los países de la zona del euro se encuentran actualmente preparando sus planes presupuestarios para el año 2005. Aunque la información disponible sobre estos planes es aún limitada, muestra que los países están avanzando hacia una estrategia conjunta de saneamiento presupuestario y reformas estructurales, aunque a un ritmo lento. Sin embargo, las medidas presupuestarias de carácter transitorio parecen seguir desempeñando un papel destacado en los planes presupuestarios de algunos países.

En junio, el Gobierno alemán aprobó un proyecto de ley presupuestaria que incluye medidas encaminadas a limitar el crecimiento del gasto público federal por debajo del 1% y prevé obtener ingresos por privatizaciones cuantificados en un 0,7% del PIB. Además, se ha aprobado una importante reforma del sistema de prestaciones sociales (Agenda 2010 y Hartz IV), orientada a la obtención de un ahorro a largo plazo en los programas de transferencias sociales, especialmente en el sistema de prestaciones por desempleo. Sin embargo, parece probable que los efectos inmediatos de este paquete de reformas sobre el gasto público sean modestos. Por otra parte, el Parlamento francés aprobó en el mes de julio una reforma del sistema de asistencia sanitaria, cuyo objetivo consiste en eliminar el déficit de la seguridad social para el año 2007. Además, el Gobierno italiano anunció en julio, dentro de su plan económico plurianual, la adopción de medidas correctoras cuantificadas en un 1,7% del PIB (un tercio de las cuales tienen carácter transitorio), al objeto de reducir el déficit público hasta el 2,7% del PIB en el 2005. Además, ha aprobado una ley orientada a contener el gasto en pensiones, incluido un aumento gradual de la edad que otorga el derecho a percibir una pensión de jubilación. Aunque se prevé que los ahorros generados por esta reforma sean sustanciales, sólo se pondrán de manifiesto en los próximos años. Por último, un programa de privatizaciones a gran escala debería contribuir a reducir la ratio de deuda por debajo del 100% del PIB en el 2007.

La totalidad de los países, especialmente aquéllos que registran desequilibrios, afrontan la difícil tarea de redactar unos presupuestos públicos plenamente coherentes con los compromisos contraídos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y que contribuyan al mantenimiento de la confianza en sus esfuerzos de saneamiento y reforma y en el marco fiscal de la UE.

Recuadro 9

EVALUACIÓN DE LAS PREVISIONES PRESUPUESTARIAS INCLUIDAS EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD Y CONVERGENCIA

De conformidad con el procedimiento de supervisión, todos los Estados miembros tienen la obligación de remitir anualmente al Consejo y a la Comisión sus programas de estabilidad y de convergencia. Estos programas han de suministrar información sobre los objetivos presupuestarios a medio plazo, los principales supuestos sobre la evolución económica esperada y las medidas de política económica. La previsión de la trayectoria futura de los ratios de saldo presupuestario y de deuda pública debe, como mínimo, abarcar los tres años siguientes.

Un análisis sistemático de las previsiones relativas al saldo presupuestario y al crecimiento del PIB real, tal y como los 15 Estados miembros¹ de la UE las han publicado en sus programas desde el inicio de la tercera fase de la UEM, muestra diferencias entre los países con una situación presupuestaria saneada y aquellos que están sometidos a desequilibrios presupuestarios significativos.

Sesgos de predicción por países, 1999-2003

(en porcentaje del PIB; en puntos porcentuales)

País	Saldo	Crecimiento
Luxemburgo	0,85	-1,60
Bélgica	0,22	-0,63
Finlandia	0,21	-0,42
Austria	0,12	-0,71
España	-0,08	-0,41
Dinamarca	-0,13	-0,63
Suecia	-0,51	-0,31
Reino Unido	-0,58	-0,08
Irlanda	-0,81	-0,26
Países Bajos	-0,91	-1,11
Italia	-1,25	-1,21
Alemania	-1,36	-1,21
Francia	-1,43	-1,03
Portugal	-1,62	-1,79
Grecia	-1,97	-0,17

Fuente: Cálculos del BCE basados en los datos incluidos en los programas de estabilidad y convergencia y en la base de datos AMECO de la Comisión Europea (primavera 2004).

Nota: Las cifras recogen los errores medios de predicción de todos los programas presentados por los países desde 1999. Los errores se calculan como la diferencia entre los valores efectivos y los previstos. Los países están ordenados según su error medio en términos de saldo presupuestario.

valor de referencia del 3% del PIB, o por encima de este valor, presentaron, en general, previsiones presupuestarias más optimistas que otros países (como indican los datos cada vez más negativos que se recogen en la segunda columna del cuadro). Los países que no se encontraban en una situación cercana al equilibrio al comienzo del programa también tendieron con más frecuencia a cometer errores al efectuar sus previsiones presupuestarias.

Es preciso revisar las previsiones para incorporar nuevos datos y corregir errores anteriores. Efectivamente, los países cuya situación presupuestaria no estaba próxima al equilibrio revisaron sus previsiones presupuestarias en mayor profundidad que otros; pero estas revisiones estaban asociadas

¹ Los nuevos Estados miembros han presentado sus primeros programas de convergencia en el año 2004, por lo que no pueden incluirse en la muestra.

sólo débilmente a cambios en las previsiones de crecimiento y no eliminaron los sesgos más importantes, si se compara con los países con una situación presupuestaria próxima al equilibrio. Además, con frecuencia las revisiones a la baja no se vieron compensadas con un reforzamiento posterior de los planes presupuestarios, a fin de alcanzar los objetivos iniciales.

La existencia de sesgos sistemáticos en las previsiones presupuestarias y económicas incluidas en los programas de estabilidad y de convergencia sugiere que aún es posible mejorar. La eliminación de los sesgos de predicción incrementaría la transparencia del proceso de supervisión y la credibilidad del marco presupuestario.

El principal desafío a que debe hacer frente la zona del euro consiste en corregir y prevenir los importantes desequilibrios existentes en un gran número de países. En particular, los países inmersos actualmente en procedimientos de déficit excesivo se han comprometido a aplicar medidas de saneamiento suficientes que les permitan corregir sus déficit excesivos en el año 2005 a más tardar, de conformidad con las recomendaciones del Comité. Además, los países que aún no han alcanzado una situación presupuestaria saneada aceptaron una reducción anual de sus saldos presupuestarios ajustados de ciclo en el marco de la estrategia común de política económica a medio plazo contenida en las Orientaciones generales de política económica para el período 2003-05. Todos estos países aún deben realizar importantes progresos en materia de saneamiento presupuestario, a fin de corregir o evitar la existencia de fuertes desequilibrios. De manera adicional, si el crecimiento económico resultase ser más favorable de lo previsto, el resultado del libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos contribuiría a una reducción del déficit. La relajación de los objetivos presupuestarios mediante aumentos del gasto o recortes impositivos ad hoc carece de justificación desde un punto de vista económico e incluso podría socavar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Un segundo desafío, relacionado con el anterior, es el referido a la calidad de la información estadística y de las previsiones presupuestarias incluidas en los planes presupuestarios plurianuales. Los programas de estabilidad constituyen un componente clave de los procedimientos de supervisión de las políticas fiscales en el seno de la UE. La utilización de supuestos realistas sobre el entorno macroeconómico y la especificación detallada de las medidas de ajuste son fundamentales para el éxito de la aplicación del marco presupuestario europeo. Pese a ello, en numerosas ocasiones se ha cuestionado la calidad de las previsiones sobre la evolución presupuestaria y el crecimiento económico contenidas en dichos programas, con expresas manifestaciones de preocupación por sus errores y sesgos. Unas previsiones inexactas, que no incluyan toda la información relevante, debilitan la utilidad de los programas de estabilidad como instrumento de supervisión (véase el recuadro titulado «Evaluación de las previsiones presupuestarias incluidas en los programas de estabilidad y convergencia»).

Un tercer desafío estriba en el hecho de que una corrección creíble de los desequilibrios presupuestarios debe formar parte de un programa integral de reformas estructurales y no puede basarse en medidas con efectos puramente transitorios o incluso perniciosos a largo plazo. En este terreno deben producirse nuevos avances, aprovechando los Gobiernos las fases de expansión cíclica favorables para acelerar la aplicación de sus programas de reformas. En este contexto, cabe destacar la probable existencia de sinergias positivas de importancia entre las reformas estructurales y los saneamientos presupuestarios cuando esas reformas presentan un diseño adecuado y tendente al crecimiento económico. La mayor confianza en las perspectivas económicas futuras debería compensar los potenciales efectos negativos a corto plazo del saneamiento presupuestario sobre la demanda agregada. Además, la combinación de un saneamiento fiscal y reformas estructurales debería contribuir a generar confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, al facilitar a los países los preparativos para hacer frente a los futuros costes presupuestarios del envejecimiento de la población.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

En agosto del 2004, el euro continuó cotizando dentro de un intervalo relativamente estrecho frente a la mayoría de las monedas incluidas en su índice de tipo de cambio efectivo nominal. La persistente incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo en la totalidad de las principales áreas económicas, acentuada por los elevados precios del petróleo, y cierta volatilidad de las expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo, particularmente en Estados Unidos, parecen haber sido los factores determinantes de las fluctuaciones observadas en casi todos los principales tipos de cambio bilaterales a lo largo del mes. En cuanto a las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE, el hecho más destacado fue la apreciación del euro frente al zloty polaco.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

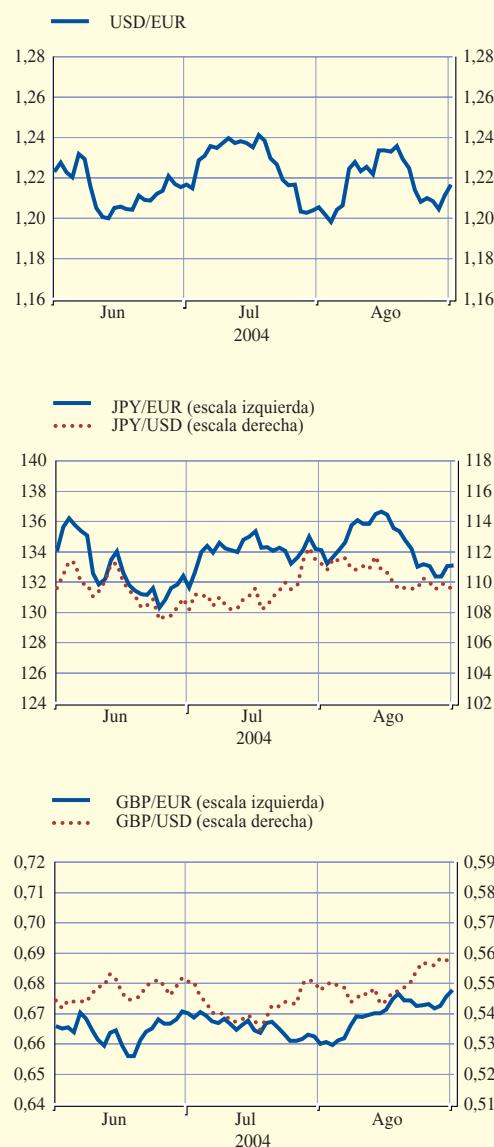
Tras cotizar dentro de un estrecho intervalo frente al dólar estadounidense en la primera semana de agosto, durante el resto del mes el euro se apreció de forma moderada frente a la divisa de Estados Unidos en un entorno caracterizado por cierta volatilidad (véase gráfico 36). La relativa estabilidad inicial del tipo de cambio bilateral dólar-euro pareció reflejar el hecho de que los mercados anticipasen la decisión adoptada el 10 de agosto 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 1,5%. Con posterioridad, el euro se apreció básicamente en respuesta a la publicación de datos económicos estadounidenses indicativos de una creación de empleo más débil de lo previsto, de una ampliación del déficit comercial, así como de un nuevo aumento del déficit presupuestario federal. Hacia finales de agosto, el anuncio de unos mayores flujos de entrada de inversiones de cartera en Estados Unidos durante el mes de junio, junto con una moderada subida del rendimiento de los bonos en ese país parecen haber estimulado, si bien de forma transitoria, la cotización de la moneda norteamericana. El 1 de septiembre, el euro cotizaba a 1,22 dólares estadounidenses, es decir un 1,1% más que a finales de julio y un 7,6% por encima de la media del año 2003.

YEN JAPONÉS/EURO

El euro se apreció frente al yen japonés a comienzos de agosto, para debilitarse más tarde, al tiempo que la divisa nipona se apreciaba gradualmente frente al dólar estadounidense (véase gráfico 36).

Gráfico 36 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

La publicación de datos indicativos de una desaceleración del crecimiento del PIB japonés en el segundo trimestre del 2004 con respecto a los muy elevados ritmos registrados en el primer trimestre, así como la preocupación por el posible efecto de la subida de los precios del petróleo sobre las perspectivas económicas japonesas, podrían haber contribuido al fortalecimiento inicial del euro frente al yen. Estas presiones parecen haberse visto compensadas hacia finales de mes por un repunte de las cotizaciones bursátiles en Japón, el cual, junto al descenso de los precios del petróleo, sustentó la apreciación generalizada de la moneda japonesa. El 1 de septiembre, el euro cotizaba a 133,1 yenes, es decir, un 0,8% por debajo de su nivel a finales de julio y un 1,6% por encima de la media del año 2003.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tolar esloveno fluctuaron dentro de intervalos estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 37).

En consonancia con los compromisos unilaterales de Estonia y Lituania con respecto a sus sistemas de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación habituales del MTC II, la corona estonia y la litas lituana se mantuvieron sin cambios en relación con sus paridades centrales.

Tras haberse depreciado en julio, el euro se apreció en agosto frente a la libra esterlina (véase gráfico 36). El debilitamiento de la libra en agosto –una tendencia también observada en su tipo de cambio bilateral frente al dólar estadounidense– vino probablemente asociado a la revaluación por parte de los mercados de la futura senda de tipos de interés a corto plazo del Reino Unido, en un entorno caracterizado por signos indicativos de que la subida de los precios de la vivienda podría haberse moderado en los últimos meses. El 1 de septiembre, el euro cotizaba a 0,68 libras, es decir, un 2,3% por encima de su nivel a finales de julio y un 2,1% por debajo de la media del año 2003. También durante el mes de agosto, el euro se depreció moderadamente frente a la corona sueca, mientras que recuperaba ligeramente posiciones con respecto al zloty polaco, tras dos meses consecutivos de relativa debilidad. Asimismo, en el período de referencia, la moneda europea se mantuvo en general estable frente al lats letón, el forinto húngaro, la corona checa, la corona eslovaca, la libra chipriota y la lira maltesa.

OTRAS MONEDAS

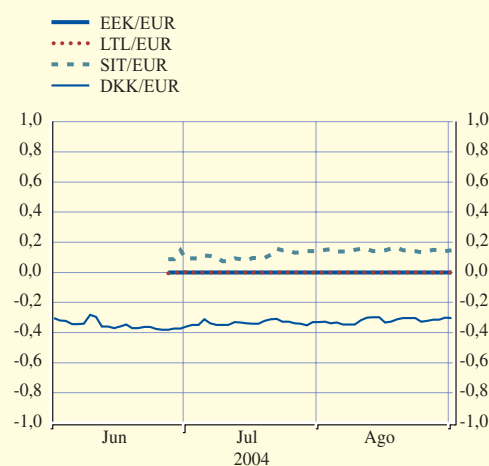
En agosto, la cotización del euro se mantuvo prácticamente sin cambios frente al franco suizo y la corona noruega.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

A partir del presente *Boletín Mensual*, el BCE comienza a presentar un nuevo conjunto de índices de tipo de cambio efectivo nominal del euro, obtenidos tras la actualización periódica de las ponderaciones comerciales subyacentes que se realiza cada cinco años. En el recuadro 10 se ofrece una descripción detallada del cálculo de los nuevos índices y de las modificaciones resultantes

Gráfico 37 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

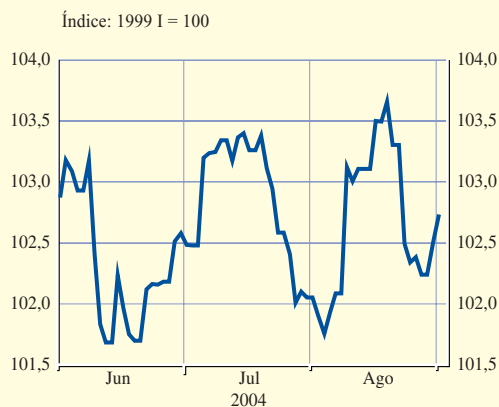


Fuente: BCE.

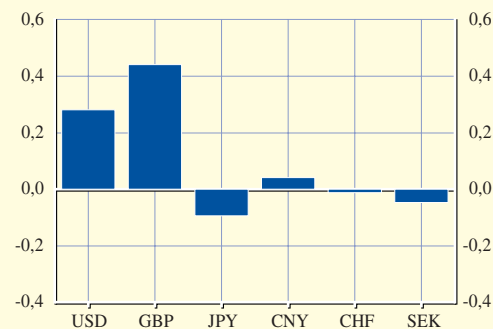
Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central implica que la moneda está en el lado débil/fuerte de la banda. Para la corona danesa la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 38 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
30 jul 2004 a 1 sep 2004
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

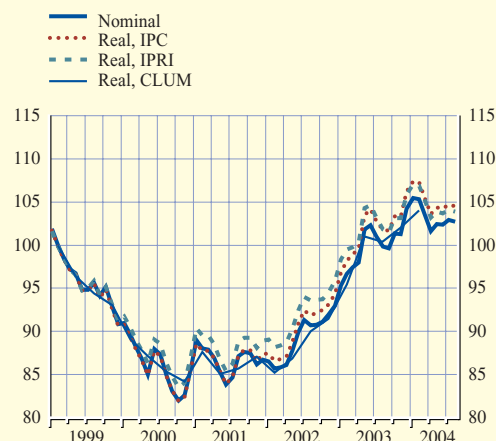
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 23 socios comerciales más importantes.
2) Sólo se muestra la contribución a las variaciones de los TCE-23 frente a las monedas de los seis socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones del comercio exterior en el índice TCE-23.

vio compensada, en parte, durante el período analizado por su depreciación frente al yen japonés y la corona sueca (véase gráfico 38).

Los tipos de cambio efectivos reales del euro, basados en la evolución del IPC, el IPRI y los CLUM, han seguido en los últimos cinco años tendencias muy similares a las del índice nominal (véase gráfico 39). Tras la fuerte apreciación registrada en los dos últimos años, la divisa europea se ha depreciado en términos efectivos reales en el transcurso de los cuatro primeros meses del 2004, reforzando de nuevo, en cierta medida, la competitividad vía precios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, es probable que este proceso se haya detenido, dada la relativa estabilidad del tipo de cambio efectivo nominal del euro en el período comprendido entre los meses de mayo y agosto del presente año.

Gráfico 39 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-23 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto del 2004. En el caso de los TCE-23 reales basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden al primer trimestre del 2004.

en los grupos de socios comerciales. La información periódica facilitada a partir de ahora estará basada en el nuevo índice de referencia nominal, denominado TCE-23, que tomará en consideración la reciente ampliación de la UE y la creciente participación de China en el comercio mundial. El 1 de septiembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los principales socios comerciales de la zona del euro, se situaba moderadamente por encima de su nivel a finales de julio y en torno a un 2,8% por encima de la media del año 2003. Esta evolución reflejó fundamentalmente la apreciación del euro frente al dólar estadounidense y la libra esterlina, que se

Recuadro 10

ACTUALIZACIÓN DE LAS PONDERACIONES POR EL COMERCIO DE LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS DEL EURO Y CÁLCULO DE UN NUEVO CONJUNTO DE ÍNDICES DEL EURO

Hasta la fecha, el BCE ha calculado y publicado los tipos de cambio efectivos (TCE) nominal y real del euro con respecto a un grupo reducido de 12 socios comerciales, así como frente a un grupo amplio formado por 38 socios comerciales. En estos cálculos se ha venido utilizando una metodología acordada en 1999 con los bancos centrales nacionales de los entonces 15 Estados miembros de la UE¹. Con arreglo a esta metodología, los índices de TCE se construyen mediante la aplicación de unas ponderaciones, basadas en el comercio total, a los tipos de cambio bilaterales de la moneda única frente a las divisas de los socios comerciales de la zona del euro. Las ponderaciones también se diseñaron con el fin de captar los efectos de la competencia en terceros mercados y se basaron en los flujos medios de exportaciones e importaciones registrados en el período 1995-1997. Dado que las pautas que siguen los flujos comerciales tienden a variar sólo de forma gradual, se decidió actualizar las ponderaciones a intervalos quinquenales. En este recuadro se presenta el nuevo conjunto de índices de TCE del euro obtenido tras la primera actualización de las ponderaciones. El enlace de las series de los nuevos índices, basados en los datos del comercio de manufacturas durante el período 1999-2001, con el conjunto (revisado) de índices basados en el sistema de ponderaciones de 1995-1997 se lleva a cabo al inicio de 1999 (véanse los detalles técnicos en las «Notas Generales» de la sección de «Estadísticas de la zona del euro» y en las «Methodological Notes» disponibles en el sitio web del BCE).

La relación de socios comerciales se ha ampliado con el fin de incluir a todos los Estados miembros de la UE y a los países en vías de adhesión. En consecuencia, Letonia, Lituania, Malta y Bulgaria se han incorporado a los correspondientes grupos de socios comerciales (los restantes Estados miembros y Rumania se encontraban ya incluidos). En consecuencia, el grupo amplio —que reúne ahora a 42 socios comerciales— ha pasado a denominarse «TCE-42», mientras que el grupo reducido de socios comerciales se denominará «TCE-12». Además, se ha creado un nuevo grupo de socios comerciales para tomar en consideración la reciente ampliación de la UE, así como la creciente participación de China en el comercio mundial. Así pues, este nuevo grupo lo integran los países incluidos en el TCE-12, los diez nuevos Estados miembros de la UE y China, bajo la denominación de «TCE-23». El grupo TCE-42 de socios comerciales cubre casi el 90% del comercio exterior de bienes manufacturados de la zona del euro, mientras que la cobertura de los grupos TCE-23 y TCE-12 alcanza, respectivamente, un 75% y un 60% de esos flujos comerciales.

En comparación con el sistema de ponderaciones de 1995-1997, el peso de Estados Unidos ha experimentado un aumento, al tiempo que se reducía el del Reino Unido —el segundo socio comercial más importante de la zona del euro— (véase cuadro incluido en este recuadro). Otro hecho destacado es el incremento de las ponderaciones de los nuevos Estados miembros de la UE y de China, país que se ha convertido en el cuarto socio comercial más importante de la zona del euro, después de Japón y por delante de Suiza y Suecia.

Los índices de TCE reales se calculan ajustando los índices nominales en función de la evolución relativa de los precios y de los costes en la zona del euro y en sus socios comerciales. En el caso de los grupos TCE-12 y TCE-23, los índices de TCE reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI) o de venta al por mayor, los costes labora-

¹ Véase una descripción detallada de esta metodología en L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann (2002), «The effective exchange rates of the euro», ECB Occasional Paper n.º 2.

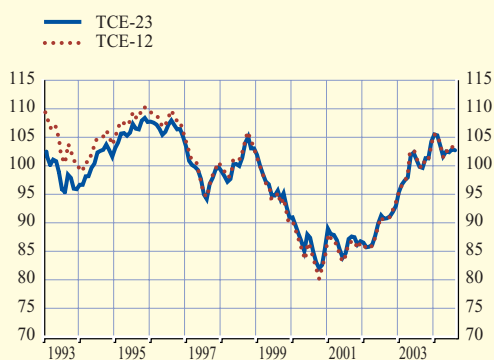
Cuadro Ponderaciones en los índices TCE-12, TCE-23 y TCE-42 elaborados por el BCE

Socios comerciales	Ponderaciones					
	Índice TCE-12		Índice TCE-23		Índice TCE-42	
	1995- 1997 (revisado)	1999- 2001	1995- 1997 (revisado)	1999- 2001	1995- 1997 (revisado)	1999- 2001
Grupo TCE-42					100	100
Grupo TCE-23			100	100	80,9	82,0
Grupo TCE-12	100	100	86,2	82,7	68,8	66,6
Australia	1,27	1,13	1,11	0,94	0,76	0,70
Canadá	1,96	2,22	1,76	1,93	1,48	1,64
Dinamarca	3,02	2,72	2,76	2,39	2,51	2,17
Hong Kong	5,74	5,24	2,82	2,37	2,08	1,82
Japón	16,36	14,52	13,68	11,45	9,66	8,52
Noruega	1,55	1,35	1,43	1,20	1,31	1,10
Singapur	3,82	3,45	3,20	2,69	1,75	1,55
Corea del Sur	4,77	4,84	3,79	3,55	2,82	2,72
Suecia	5,66	5,07	5,14	4,47	4,60	3,99
Suiza	7,94	7,08	7,30	6,31	6,47	5,60
Reino Unido	22,12	21,48	20,36	19,18	18,15	17,14
Estados Unidos	25,78	30,91	22,84	26,19	17,24	19,68
Países adicionales en el grupo TCE-23			13,8	17,3	12,1	15,3
China			5,02	6,93	4,22	5,92
Chipre			0,15	0,13	0,13	0,11
República Checa			2,08	2,52	1,90	2,30
Estonia			0,18	0,21	0,15	0,18
Hungría			1,68	2,44	1,51	2,19
Letonia			0,10	0,12	0,08	0,10
Lituania			0,18	0,19	0,14	0,16
Malta			0,16	0,12	0,15	0,11
Polonia			2,55	2,98	2,29	2,72
Eslovaquia			0,75	0,86	0,68	0,78
Eslovenia			0,94	0,85	0,84	0,76
Países adicionales en el grupo TCE-42					19,1	18,0
Argelia					0,30	0,28
Argentina					0,55	0,42
Brasil					1,55	1,36
Bulgaria					0,27	0,31
Croacia					0,45	0,36
India					1,40	1,28
Indonesia					0,94	0,71
Israel					1,14	1,09
Malasia					1,18	1,10
México					0,87	1,23
Marruecos					0,62	0,57
Nueva Zelanda					0,13	0,11
Filipinas					0,38	0,52
Rumania					0,68	0,84
Rusia					2,16	1,70
Sudáfrica					1,02	0,84
Taiwan					2,21	2,29
Tailandia					1,17	0,99
Turquía					2,06	2,04

Fuente: BCE.

Gráfico A Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de los grupos de socios comerciales TCE-12 y TCE-23¹⁾

(datos mensuales; índice: 1999 I = 100)

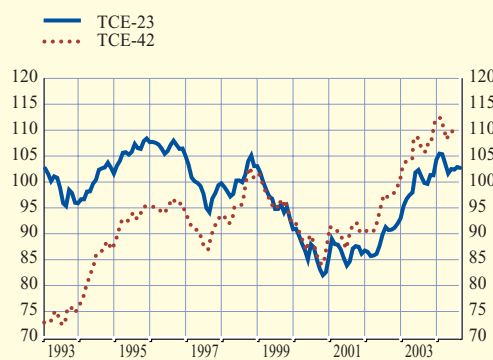


Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro. Las últimas observaciones corresponden a agosto del 2004.

Gráfico B Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de los grupos de socios comerciales TCE-23 y TCE-42¹⁾

(datos mensuales; índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro. Las últimas observaciones corresponden a agosto del 2004.

les unitarios de las manufacturas (CLUM), los deflatores del PIB y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). En el caso de la zona del euro y de sus socios comerciales europeos, las medidas de precios y costes se basan en conceptos armonizados (IAPC e IPRI, así como deflatores del PIB y de los CLU basados en el SEC 95). En cuanto al TCE-42, el IPC (o el IAPC cuando se encuentra disponible) es el único índice de precios considerado, debido a la falta de estadísticas actualizadas y comparables de otros precios y costes en algunos de los países incluidos en este grupo.

Se dispone de las series de los índices de TCE-12 a partir de enero de 1990, mientras que los índices de TCE-42 y TCE-23 se encuentran disponibles desde enero de 1993. Dado que los tipos de cambio de la moneda única sólo han existido desde la creación de la zona del euro, los datos previos de TCE se basan en una cesta de las monedas que dieron origen al euro². Se dispone de los índices de TCE nominales diarios de los grupos TCE-12 y TCE-23, ya que estos índices constituyen una medida concisa de la evolución a corto plazo de los mercados de divisas. La periodicidad del resto de los índices es mensual, con la excepción de los índices de TCE reales basados en los CLUT, los CLUM y los deflatores del PIB, que se publican trimestralmente.

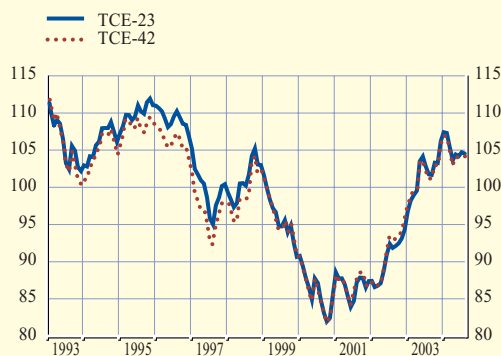
A partir de la presente entrega, el índice de TCE-23, que integra a los socios comerciales más importantes de la zona del euro y a todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, constituirá la serie de referencia habitual del *Boletín Mensual*. Los índices de TCE-23 y TCE-42 se publican en el cuadro 8.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» y en el sitio web del BCE, mientras que todos los índices de TCE-12 y los índices de TCE nominales diarios se publican únicamente en la dirección del BCE en Internet.

En el gráfico A se muestra cómo la evolución de la serie de referencia anterior —el TCE nominal del euro frente a 12 monedas— y la trayectoria de la nueva serie de referencia muestran un alto grado

2 Para evitar repetidos enlaces de los índices como resultado de las ampliaciones pasadas y futuras de la zona del euro, se realiza el supuesto de que la composición de la zona del euro se mantiene constante durante la totalidad del período para el que se calculan los índices de TCE. Por ejemplo, este supuesto implica que se considera a Grecia como miembro de la zona del euro desde la creación de la zona en 1999, aun cuando su incorporación tuvo lugar el 1 de enero de 2001.

Gráfico C Tipo de cambio efectivo real (deflactado por el IPC) del euro frente a las monedas de los grupos de socios comerciales TCE-23 y TCE-42¹⁾

(datos mensuales; índice: 1999 I = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice representa una apreciación del euro. Las últimas observaciones corresponden a agosto del 2004.

Este resultado queda confirmado en el gráfico C, donde se presentan el TCE-23 real deflactado por el IPC, así como el correspondiente TCE-42 real. La evolución de los dos índices es muy similar, lo que indica que los análisis basados en los índices de TCE reales son independientes de la utilización de uno u otro grupo de socios comerciales.

de correlación, debido a que los nuevos Estados miembros de la UE y China sólo representan en torno a un 17% de las ponderaciones incluidas en el TCE-23. La devaluación del renminbi chino en 1994 y la apreciación de las principales monedas nacionales sustituidas por el euro frente al forint húngaro y al zloty polaco durante la primera mitad de la década de los noventa afectan en cierta medida a la serie. El gráfico B compara la evolución del TCE nominal del euro calculado con respecto a las monedas de 23 y 42 socios comerciales. En él se ilustra cómo el TCE-23 nominal fluctuó sin una tendencia clara durante el período analizado, mientras que el TCE-42 nominal se incrementó alrededor de un 50% durante el mismo período. Esta evolución refleja fundamentalmente unas menores tasas de inflación en los países incluidos en el índice TCE-23 que en los integrados dentro del índice TCE-42, así como sus efectos sobre la trayectoria de los tipos de cambio nominales. Este resul-

6.2 BALANZA DE PAGOS

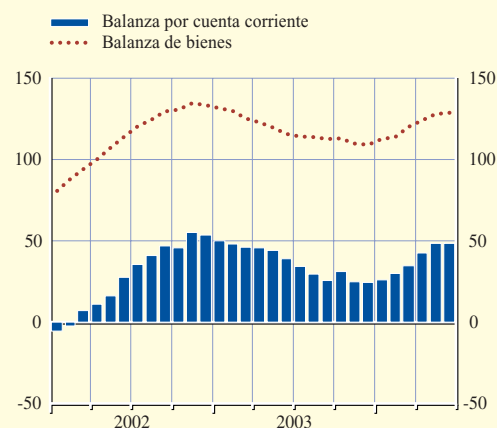
La intensa demanda exterior continuó estimulando el crecimiento de las exportaciones durante el segundo trimestre del 2004. Sin embargo, dado que la cifra de importaciones en términos nominales creció a un ritmo más rápido en un entorno caracterizado por la subida de los precios del petróleo, el superávit de la balanza de bienes se redujo en ese mismo período, con lo que disminuyó el superávit de la balanza por cuenta corriente. El superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se situó en torno a un 0,7% del PIB hasta junio del 2004, un porcentaje cercano a los niveles observados un año antes pero que casi duplica al existente a finales del 2003. En la cuenta financiera, con cifras acumuladas de doce meses hasta junio del 2004, se registraron entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera como resultado de unas menores inversiones directas en la zona del euro, de una reducción de las adquisiciones netas de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes y de un aumento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones en el exterior por parte de residentes.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

En junio del 2004, la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro se mantuvo prácticamente en equilibrio, lo que corresponde a un superávit de 4,5 mm de euros con datos sin desestacionalizar. Esta evolución fue el resultado de los superávit tanto de la balanza de bienes como, en menor medida, de la de servicios, que se vieron compensados por los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase cuadro 7.1 de la sección "Estadísticas de la zona del euro"). La balanza por cuenta corriente desestacionalizada experimentó en junio del 2004 una reducción de 6,5 mm de euros, en comparación con los datos revisados correspondientes al mes anterior. Este descenso fue consecuencia de los menores superávit de las balanzas de bienes y de servicios y de un incremento del

Gráfico 40 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro

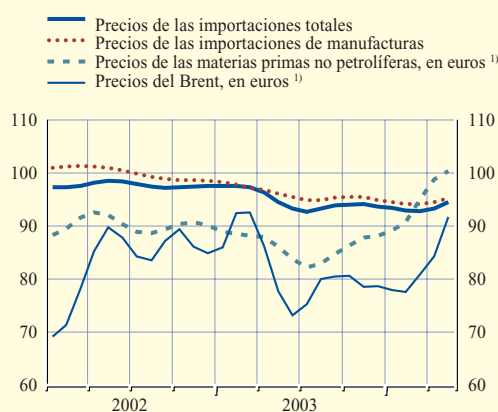
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados; saldos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Gráfico 41 Precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro

(índice: 2000 = 100; datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat, HWWA y cálculos del BCE.

Nota: El índice de precios de las importaciones totales no coincide con la media ponderada de sus componentes, debido a la utilización de distintas fuentes de datos.

1) Sin desestacionalizar.

déficit de la balanza de rentas. Asimismo, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se redujo ligeramente durante este período.

En términos de cifras trimestrales desestacionalizadas, en el segundo trimestre del 2004 se mantuvo el intenso crecimiento de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro observado a partir del tercer trimestre del 2003. Tras un incremento del 3,7% en el primer trimestre del presente año, la cifra de exportaciones en términos nominales creció un 4,8% en el segundo trimestre. Una pujante demanda exterior de productos de la zona del euro, particularmente procedente de Asia, excluido Japón, Estados Unidos y el Reino Unido, parece haber sido el factor determinante de dicha evolución. Al mismo tiempo, y tras haberse mantenido prácticamente estables durante el primer trimestre del 2004, las importaciones de bienes en términos nominales aumentaron sustancialmente en el segundo trimestre (a un ritmo intertrimestral del 7,6%), debido principalmente a la notable subida de los precios de las materias primas (véase gráfico 41). En ese contexto, el superávit de la balanza de bienes se redujo en 4,7 mm de euros en el segundo trimestre del presente año. Este descenso del superávit de la balanza de bienes explica la disminución del superávit de la balanza por cuenta corriente registrada en el mismo período.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta junio del 2004 ascendió a más de 48 mm de euros (en torno a un 0,7% del PIB), una cifra próxima a los niveles observados un año antes pero que casi duplica a la existente a finales del 2003 (véase gráfico 40). El aumento del superávit de la balanza por cuenta corriente en el primer semestre del presente año refleja principalmente la mejora registrada por el superávit de la balanza de bienes a consecuencia del intenso crecimiento de las exportaciones a partir del tercer trimestre del 2003.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera arrojó unas entradas netas por importe de 20,6 mm de euros en el mes de junio, como consecuencia, principalmente, de las entradas netas registradas en

inversiones de cartera (29,5 mm de euros), que se vieron compensadas, en parte, por las salidas netas contabilizadas en inversiones directas (8,9 mm de euros).

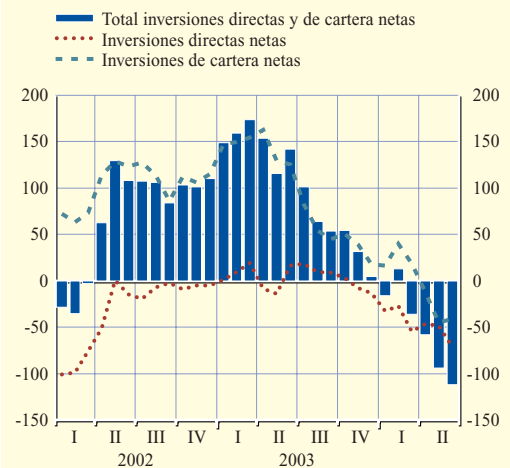
La evolución de las inversiones directas vino determinada, en gran parte, por las salidas netas por importe de 9,7 mm de euros registradas en la rúbrica de acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos, como resultado, fundamentalmente, del aumento de las inversiones en el exterior realizadas por los residentes en la zona del euro. Las entradas netas de inversiones de cartera guardaron básicamente relación con las adquisiciones netas de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes y, en menor medida, con las ventas netas de instrumentos del mercado monetario extranjeros realizadas por residentes en la zona del euro. Aunque las inversiones netas en acciones y participaciones fueron aproximadamente nulas en junio, los importes de las operaciones realizadas en ambas vertientes –activo y pasivo– fueron superiores a los contabilizados en meses anteriores.

En el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas salidas netas acumuladas por importe de 111,9 mm de euros, frente a las entradas netas por valor de 141,9 mm de euros contabilizadas un año antes. Este cambio de orientación de los flujos netos de capital obedece a la modificación del signo –desde entradas netas a salidas netas– tanto de las inversiones de cartera como de las inversiones directas (véase gráfico 42). El cambio de signo registrado en los flujos netos de inversiones directas se ha debido, fundamentalmente, a un descenso gradual de las entradas de inversiones directas extranjeras en la zona del euro durante el período de referencia (desde 144,4 mm de euros hasta 34,8 mm de euros), al tiempo que las inversiones directas de la zona del euro en el exterior se mantenían relativamente estables. El cambio de orientación observado en las inversiones de cartera obedeció, en gran parte, a la reducción, por importe de 141,5 mm de euros, de las adquisiciones netas de valores distintos de acciones (tanto de bonos y obligaciones como de instrumentos del mercado monetario) de la zona del euro por parte de no residentes y, en menor medida, a un aumento, por valor de 81 mm de euros, de las adquisiciones netas de acciones y participaciones en el exterior por parte de residentes en la zona del euro.

Es probable que la evolución del agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro desde el segundo semestre del 2003 haya seguido siendo determinada por dos factores relacionados entre sí. En primer lugar, las decisiones de los inversores internacionales se vieron afectadas por la mejora más acusada de las perspectivas económicas y de la rentabilidad empresarial en otras áreas del globo durante el citado período, lo que estimuló unos mayores flujos de inversiones directas y de cartera materializadas en acciones y participaciones hacia esas áreas. En segundo lugar, la reducción de la incertidumbre geopolítica durante los últimos quince meses ha favorecido un reajuste de las inversiones de cartera en detrimento de los activos con vencimientos a corto plazo y rendimientos reducidos. Así, mientras que la zona del euro registró fuertes entradas netas de inversiones de cartera

Gráfico 42 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

materializadas en valores de renta fija en el período previo a la guerra de Iraq y durante la misma, la disminución de esos flujos netos de entrada y el posterior cambio de signo hacia salidas netas de inversiones de cartera coincidieron con la etapa de gradual normalización tras la guerra.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro S5

1 ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	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 interanual 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
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit datos trimestrales	S54
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S55
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S61
7.3	Comercio exterior de bienes	S62
7.4	Posición de inversión internacional	S64
7.5	Reservas internacionales	S66
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S67
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S68
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S69
9.2	En Estados Unidos y Japón	S70
	LISTA DE GRÁFICOS	S72
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

NOVEDADES

En la Sección 8.1 de este Boletín se introduce un nuevo conjunto de índices de tipos de cambio efectivos del euro, tras la ampliación de la lista de los socios comerciales de la zona del euro y la actualización de las ponderaciones por el comercio. Para más información puede consultarse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro» y las Notas Generales.

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	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 ³⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ⁴⁾	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	-	5,4	21,1	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,4	2,33	4,16
2003 III	11,4	8,6	8,4	-	4,9	22,2	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	6,5	-	5,4	16,4	2,06	4,15
II	10,2	6,0	5,4	-	5,6	11,7	2,08	4,36
2004 Mar	11,4	6,8	6,2	5,9	5,4	13,4	2,03	4,02
Abr	10,9	6,2	5,5	5,5	5,5	11,7	2,05	4,24
May	9,3	5,4	4,8	5,2	5,7	11,0	2,09	4,39
Jun	9,6	5,7	5,4	5,2	6,0	11,2	2,11	4,44
Jul	10,1	5,9	5,5	.	6,2	.	2,12	4,34
Ago	.	.	.	.	.	.	2,11	4,17

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	38,3	108,5	-13,1	17,6	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 III	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	102,1	1,1248
IV	24,7	30,7	-9,6	10,5	306,5	102,3	104,3	1,1890
2004 I	16,2	28,1	-28,9	5,2	308,4	104,7	106,7	1,2497
II	12,0	33,8	-13,4	2,5	301,4	102,2	104,1	1,2046
2004 Mar	11,7	13,4	-26,1	-4,9	308,4	103,5	105,4	1,2262
Abr	1,0	10,7	-2,9	-3,0	303,9	101,7	103,7	1,1985
May	5,7	11,2	-1,6	-24,0	298,9	102,5	104,4	1,2007
Jun	5,3	11,9	-8,9	29,5	301,4	102,4	104,2	1,2138
Jul	.	.	.	.	301,3	102,9	104,7	1,2266
Ago	.	.	.	.	.	102,7	104,5	1,2176

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.

- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- 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.
- Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

1. Activo

	2004 6 Ago	2004 13 Ago	2004 20 Ago	2004 27 Ago
Oro y derechos en oro	127.382	127.382	127.382	127.382
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	170.740	170.108	173.010	170.009
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.821	18.212	17.104	16.843
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.670	7.674	7.261	7.846
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	330.016	322.503	320.998	334.047
Operaciones principales de financiación	255.002	247.501	246.000	259.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	74.997	74.997	74.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	3	0	46
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	14	2	1	2
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	829	994	1.415	1.127
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	67.952	67.999	67.862	67.942
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.085	42.085	42.086	42.086
Otros activos	115.682	114.679	114.858	114.594
Total activo	880.177	871.636	871.976	881.876

2. Pasivo

	2004 6 Ago	2004 13 Ago	2004 20 Ago	2004 27 Ago
Billetes en circulación	467.932	466.746	462.185	459.951
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	140.105	138.674	140.356	137.912
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	140.060	138.626	140.330	137.882
Facilidad de depósito	44	46	25	30
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	2	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	125	125	125	125
Certificados de deuda emitidos	1.054	1.054	1.054	1.054
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	59.720	55.857	56.132	73.995
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	8.534	8.738	9.016	8.952
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	225	226	244	226
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.787	9.864	11.869	8.770
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.896	5.896	5.896	5.896
Otros pasivos	56.825	54.481	55.123	55.018
Cuentas de revalorización	70.205	70.205	70.205	70.205
Capital y reservas	59.769	59.770	59.771	59.772
Total pasivo	880.177	871.636	871.976	881.876

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 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
7 Jul	315.956	383	253.000	2,00	2,00	2,01	7
14	328.840	390	242.500	2,00	2,01	2,01	7
21	322.945	416	259.500	2,00	2,01	2,01	7
28	321.937	403	258.000	2,00	2,01	2,02	7
4 Ago	342.842	359	255.000	2,00	2,01	2,02	7
11	336.449	348	247.500	2,00	2,01	2,02	7
18	332.633	368	246.000	2,00	2,01	2,02	7
25	339.539	366	259.000	2,00	2,02	2,02	7
1 Sep	343.768	333	254.000	2,00	2,02	2,02	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 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
29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
26 Ago	37.957	152	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 el 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, el 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 aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
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
May	12.141,3	6.506,8	442,3	1.499,1	898,2	2.794,9
Jun	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2

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	138,8	0,8	0,0	2,00
10 Ago	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7 Sep	138,7	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)	11	12		
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	8	9	10
	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
6 Jul	308,2	245,4	75,0	0,3	0,0	0,1	0,0	449,1	65,0	-24,1	138,8	588,1
10 Ago	300,8	253,6	75,0	0,0	0,0	0,2	0,0	460,9	61,1	-31,8	139,1	600,1

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	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,0	11,9	132,9
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 I	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2004 Abr	1.130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	146,0	131,4	1,8	12,7	-	13,3	314,6	13,9	149,4
May	1.128,1	493,4	22,6	0,6	470,1	147,0	132,9	1,8	12,3	-	13,0	310,0	14,0	150,8
Jun	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
Jul ^(p)	1.192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,3	134,0	1,8	12,6	-	13,2	312,7	14,2	154,9
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	19.799,2	12.114,2	819,0	7.101,6	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 I	20.408,6	12.233,1	823,3	7.171,8	4.238,0	3.081,2	1.305,6	431,6	1.344,0	78,0	926,3	2.830,4	160,0	1.099,5
2004 Abr	20.703,7	12.400,7	817,6	7.229,7	4.353,4	3.104,4	1.313,8	435,8	1.354,8	79,8	954,0	2.914,7	160,7	1.089,5
May	20.673,9	12.360,4	811,7	7.268,5	4.280,2	3.146,2	1.340,5	440,1	1.365,6	77,4	955,6	2.886,6	159,1	1.088,5
Jun	20.786,3	12.465,4	818,4	7.321,6	4.325,3	3.162,4	1.355,4	443,9	1.363,1	76,9	944,4	2.871,1	159,3	1.106,8
Jul ^(p)	20.903,5	12.559,7	825,9	7.354,9	4.378,9	3.171,9	1.347,1	446,5	1.378,3	78,4	936,1	2.871,3	160,2	1.125,9

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	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 I	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2004 Abr	1.130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
May	1.128,1	459,3	350,2	46,0	18,3	285,8	-	1,6	146,5	22,2	148,3
Jun	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
Jul ^(p)	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,8	24,2	152,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,2	0,0	10.772,7	132,3	6.277,7	4.362,6	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,7	1.457,9
2004 I	20.408,6	0,0	10.863,5	140,7	6.308,9	4.413,8	680,1	3.303,4	1.160,3	2.833,7	1.567,5
2004 Abr	20.703,7	0,0	11.015,4	136,0	6.351,4	4.528,0	691,3	3.338,5	1.167,6	2.912,2	1.578,8
May	20.673,9	0,0	10.993,3	149,1	6.375,2	4.469,0	686,9	3.359,2	1.171,6	2.910,0	1.553,0
Jun	20.786,3	0,0	11.095,7	157,1	6.410,5	4.528,2	685,5	3.370,2	1.181,6	2.873,0	1.580,2
Jul ^(p)	20.903,5	0,0	11.163,5	143,2	6.423,6	4.596,8	691,7	3.401,6	1.185,8	2.877,0	1.583,9

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 1	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones/ y particip. emitidas por residentes en la zona del euro 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾ 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
Saldos vivos											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,5	179,5	1.132,9
2003	14.553,7	7.943,9	841,7	7.102,2	1.794,4	1.367,4	427,0	623,6	2.884,9	174,5	1.132,4
2004 I	15.063,7	8.018,4	845,9	7.172,5	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.151,1	174,0	1.203,1
2004 Abr	15.227,5	8.070,6	840,2	7.230,3	1.882,8	1.445,3	437,6	672,1	3.229,3	174,6	1.198,1
May	15.251,8	8.103,5	834,3	7.269,1	1.915,3	1.473,5	441,9	666,6	3.196,6	173,1	1.196,6
Jun	15.328,3	8.162,9	840,7	7.322,2	1.934,7	1.488,9	445,8	657,4	3.182,4	173,4	1.217,4
Jul ^(p)	15.378,8	8.203,6	848,1	7.355,5	1.929,4	1.481,1	448,3	648,9	3.184,0	174,4	1.238,5
Operaciones											
2002	605,2	301,9	-9,3	311,2	73,6	43,8	29,8	7,7	243,3	-1,3	-19,9
2003	793,9	388,3	13,7	374,6	172,2	118,0	54,2	19,3	224,5	-3,5	-7,0
2004 I	426,6	84,2	5,3	78,8	56,5	53,4	3,1	24,7	209,5	-0,7	52,3
2004 Abr	151,1	51,4	-6,9	58,2	16,7	11,7	5,0	21,6	70,6	0,6	-9,8
May	55,6	36,8	-5,9	42,7	35,0	30,7	4,3	-2,9	-10,4	0,3	-3,2
Jun	68,9	61,6	5,9	55,7	16,7	12,2	4,5	-10,4	-19,8	0,3	20,7
Jul ^(p)	37,9	41,3	7,4	33,9	-9,0	-8,7	-0,3	-7,8	-8,2	1,0	20,6

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾ 5	Valores distintos de acciones y partici- paciones ³⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾ 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
Saldos vivos										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,1	1.550,9	10,8
2003	14.553,7	397,9	153,6	6.294,6	581,8	1.873,7	1.010,8	2.637,2	1.597,3	6,9
2004 I	15.063,7	399,6	183,8	6.324,7	602,1	1.948,1	1.025,9	2.857,3	1.712,9	9,3
2004 Abr	15.227,5	409,4	179,6	6.368,1	611,4	1.972,6	1.021,8	2.937,3	1.725,0	2,2
May	15.251,8	416,6	195,1	6.393,5	609,5	1.982,9	1.016,1	2.932,2	1.701,2	4,5
Jun	15.328,3	423,0	224,3	6.428,9	608,6	1.996,4	1.027,0	2.896,5	1.731,4	-7,6
Jul ^(p)	15.378,8	436,2	201,7	6.440,2	613,3	2.012,3	1.032,1	2.901,2	1.736,6	5,2
Operaciones										
2002	605,2	101,4	-5,8	225,3	70,0	113,9	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	793,9	79,0	12,9	319,3	57,8	141,1	37,5	133,0	-50,4	63,9
2004 I	426,6	1,7	30,2	22,5	21,6	59,8	7,2	172,5	117,7	-6,6
2004 Abr	151,1	9,8	-4,7	41,6	8,9	21,2	2,2	62,3	20,1	-10,3
May	55,6	7,3	15,5	29,1	-2,0	15,5	-0,7	9,7	-25,0	6,2
Jun	68,9	6,3	29,2	35,0	-5,0	12,7	8,1	-38,5	27,4	-6,3
Jul ^(p)	37,9	13,3	-22,6	10,0	4,0	11,4	3,8	-6,0	14,0	10,0

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

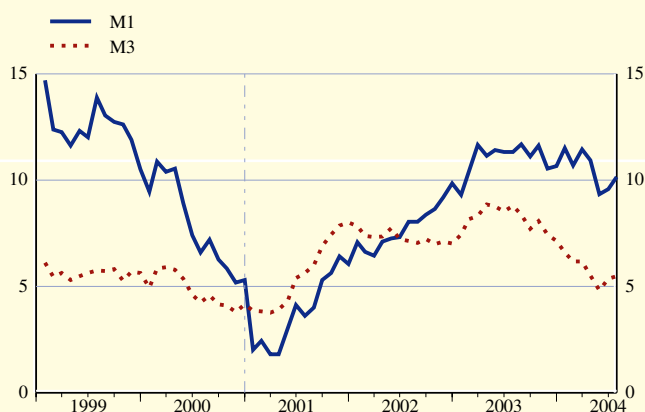
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
									9	10		11
Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,7	5.770,3	-	3.989,2	2.071,8	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,2	2.559,6	5.235,8	907,5	6.143,3	-	4.143,0	2.225,3	8.155,6	7.100,7	220,6
2004 I	2.769,2	2.552,2	5.321,3	900,0	6.221,3	-	4.242,3	2.265,2	8.240,7	7.166,6	319,2
2004 Abr	2.781,9	2.556,2	5.338,1	911,7	6.249,8	-	4.280,3	2.278,9	8.299,2	7.210,7	332,7
May	2.766,9	2.578,1	5.345,0	904,3	6.249,3	-	4.291,0	2.290,2	8.336,7	7.254,7	288,9
Jun	2.791,4	2.582,6	5.374,1	925,0	6.299,1	-	4.312,2	2.313,3	8.396,3	7.295,1	272,7
Jul ^(p)	2.832,6	2.592,4	5.425,0	932,1	6.357,2	-	4.345,6	2.333,4	8.450,9	7.347,9	282,1
Operaciones											
2002	218,5	90,8	309,3	70,0	379,3	-	196,2	35,7	350,8	314,4	168,4
2003	259,4	116,2	375,6	34,6	410,2	-	244,9	134,0	448,5	375,4	92,6
2004 I	91,9	-14,0	77,9	-3,5	74,4	-	73,9	27,2	89,7	74,5	89,6
2004 Abr	11,9	3,8	15,7	11,4	27,0	-	40,3	13,4	58,4	44,5	23,7
May	-14,0	24,0	9,9	-7,3	2,6	-	21,4	13,7	43,9	48,0	-36,4
Jun	23,9	4,8	28,7	17,1	45,9	-	17,2	19,5	61,5	42,9	-19,1
Jul ^(p)	41,0	8,9	49,9	7,1	57,0	-	26,7	19,1	53,2	53,4	10,4
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	9,8	3,8	6,7	8,9	7,0	7,2	5,1	1,7	4,7	4,8	168,4
2003 Dic	10,7	4,7	7,7	4,0	7,1	7,1	6,2	6,4	5,8	5,6	92,6
2004 Mar	11,4	2,1	6,8	2,8	6,2	5,9	7,1	6,6	5,8	5,4	92,1
2004 Abr	10,9	1,5	6,2	1,4	5,5	5,5	7,5	6,2	5,9	5,5	108,3
May	9,3	1,5	5,4	1,2	4,8	5,2	7,5	6,1	5,8	5,7	45,0
Jun	9,6	1,7	5,7	3,6	5,4	5,2	7,7	7,6	6,2	6,0	8,3
Jul ^(p)	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	.	7,5	6,4	6,3	6,2	45,0

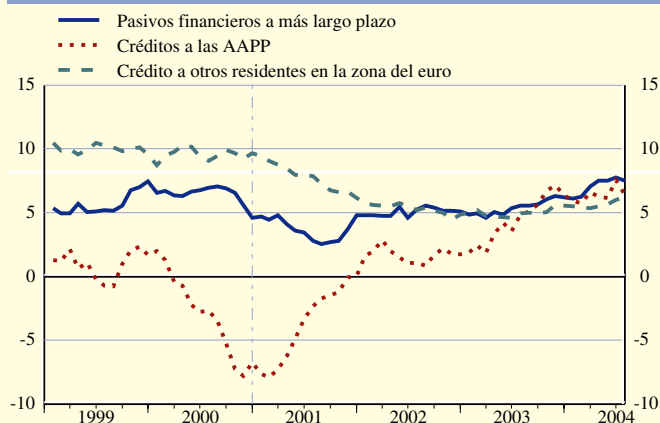
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias

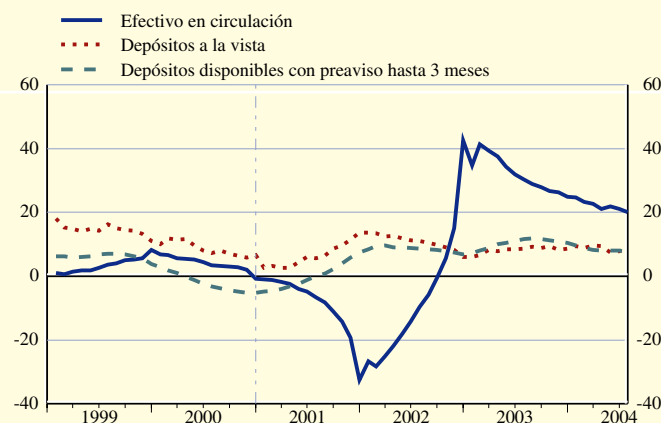
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,6	484,5	127,6	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,6	1.037,0	1.522,6	222,4	597,4	87,7	1.790,4	90,6	1.253,2	1.008,8
2004 I	406,2	2.363,0	1.003,9	1.548,3	213,6	596,6	89,8	1.857,2	90,1	1.268,4	1.026,6
2004 Abr	409,6	2.372,3	995,9	1.560,3	215,2	601,7	94,7	1.879,6	90,0	1.284,2	1.026,5
May	416,4	2.350,6	1.005,9	1.572,1	214,0	601,0	89,3	1.890,8	89,4	1.287,7	1.023,0
Jun	420,5	2.370,9	995,9	1.586,7	220,1	610,9	94,0	1.901,1	89,1	1.298,5	1.023,5
Jul ^(p)	425,2	2.407,4	998,6	1.593,8	230,8	611,3	90,1	1.917,9	89,4	1.307,4	1.030,9
Operaciones											
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	125,3	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,6	-27,3	143,5	-9,0	59,3	-15,7	157,7	-13,2	63,2	37,1
2004 I	18,6	73,3	-39,5	25,5	-7,8	0,4	4,0	50,2	-0,5	14,3	9,9
2004 Abr	3,4	8,5	-8,3	12,0	1,2	4,8	5,4	18,7	-0,1	15,6	6,2
May	6,8	-20,8	12,1	11,9	-1,2	-0,8	-5,4	16,3	-0,6	4,2	1,5
Jun	4,1	19,8	-9,7	14,5	6,1	5,8	5,2	8,9	-0,3	10,8	-2,1
Jul ^(p)	4,7	36,3	1,8	7,1	10,6	-0,2	-3,3	11,7	0,3	8,7	6,0
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	6,0	0,0	6,9	4,6	17,1	-8,2	7,8	-8,8	3,6	4,0
2003 Dic	24,9	8,6	-2,6	10,4	-3,9	11,3	-15,8	9,5	-12,7	5,3	3,7
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,8	7,0	-9,8	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 Abr	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,0	7,3	-19,2	10,9	-8,6	6,6	4,4
May	21,8	7,4	-7,2	8,1	-3,5	5,4	-11,4	10,7	-8,3	6,5	4,9
Jun	21,1	7,7	-6,8	8,0	2,0	4,5	1,5	10,6	-7,1	7,0	5,0
Jul ^(p)	20,0	8,6	-6,3	7,4	2,0	3,3	3,0	10,3	-4,9	7,2	4,4

C3 Componentes de los agregados monetarios

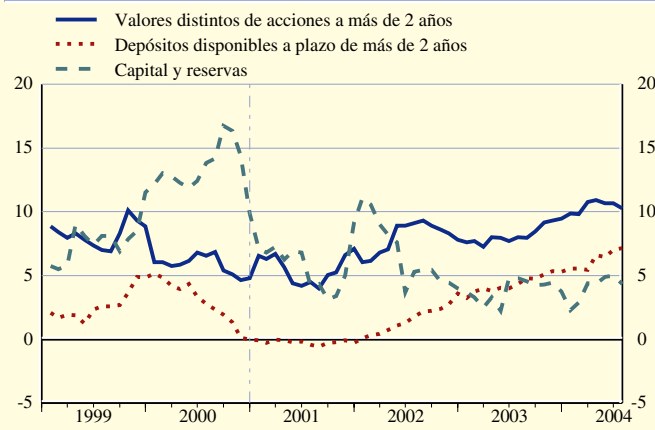
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

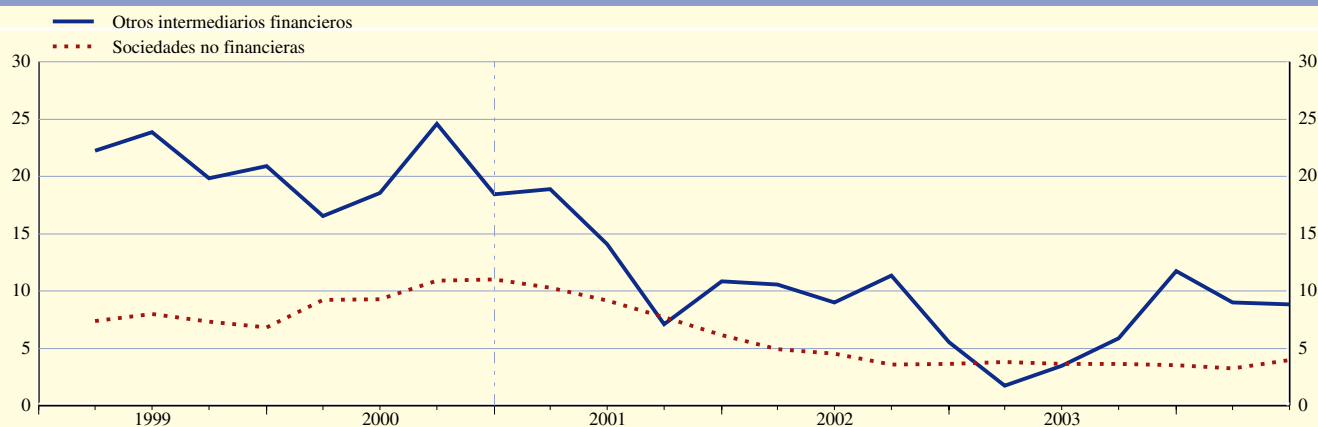
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,6	22,1	514,6	324,6	3.030,7	956,8	526,5	1.547,4
2004 I	46,3	32,2	508,0	306,6	3.052,8	952,6	527,0	1.573,2
2004 Abr	51,4	37,7	512,1	314,6	3.076,6	958,3	531,6	1.586,7
May	56,5	42,6	515,6	317,4	3.086,0	952,5	537,1	1.596,3
Jun	53,7	40,1	512,5	308,4	3.093,2	966,2	535,3	1.591,7
Jul ^(p)	57,1	42,6	508,0	304,7	3.098,1	961,0	538,4	1.598,7
Operaciones								
2002	-4,1	-7,3	24,0	16,2	106,1	-23,6	32,4	97,3
2003	4,7	2,5	54,2	26,4	103,8	-7,6	15,7	95,7
2004 I	10,6	10,0	-2,2	-10,6	22,3	-4,6	5,2	21,8
2004 Abr	4,7	5,1	8,2	11,3	21,6	4,9	4,6	12,1
May	5,1	4,9	4,5	3,5	11,6	-4,3	5,3	10,5
Jun	-2,8	-2,5	-3,1	-9,0	26,1	17,7	0,2	8,2
Jul ^(p)	3,4	2,5	-5,2	-3,9	5,9	-4,9	3,4	7,4
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-26,4	5,5	5,9	3,7	-2,3	6,6	7,0
2003 Dic	13,1	12,8	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,6
2004 Mar	9,4	7,4	9,0	3,3	3,3	-2,5	3,8	6,9
2004 Abr	10,2	11,2	8,2	4,7	3,5	-2,3	4,3	7,1
May	21,2	26,0	7,7	4,5	3,8	-2,2	5,8	7,0
Jun	18,8	26,3	8,9	3,7	4,0	-2,0	6,4	7,1
Jul ^(p)	16,2	28,1	9,2	5,9	4,3	-1,1	5,9	7,2

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

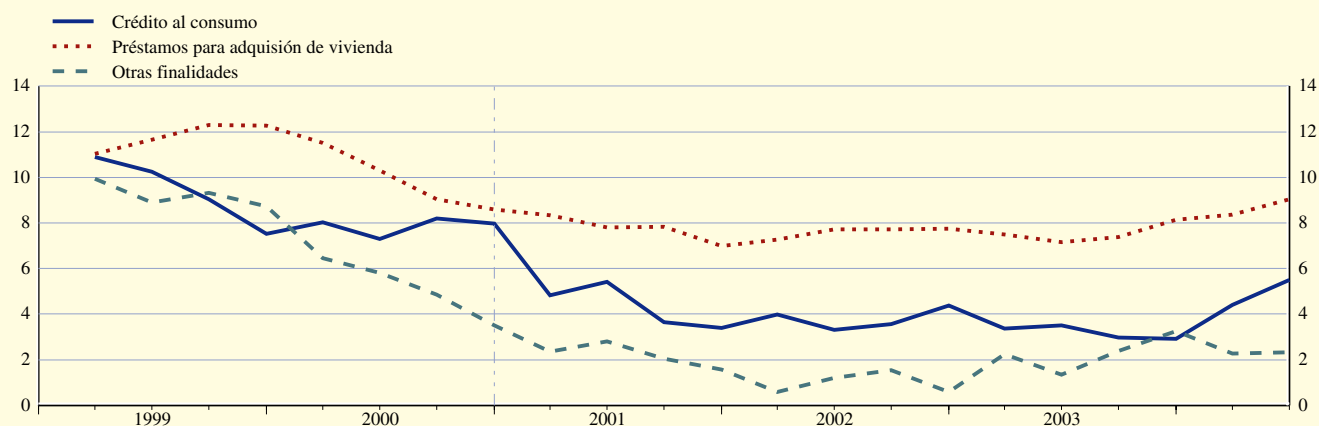
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,7	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,3	63,3	2.282,7	675,9	144,8	95,9	435,2
2004 I	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	680,1	141,5	95,5	443,1
2004 Abr	3.589,5	489,3	110,7	184,0	194,6	2.419,1	14,1	62,0	2.343,0	681,1	141,1	96,1	443,9
May	3.610,5	489,7	110,2	183,9	195,6	2.439,3	14,2	62,4	2.362,8	681,5	139,8	96,1	445,5
Jun	3.662,3	501,3	114,3	184,9	202,1	2.463,8	14,9	63,5	2.385,4	697,2	147,6	97,9	451,6
Jul ^(p)	3.691,7	503,6	113,1	186,6	203,8	2.492,1	14,5	64,0	2.413,7	696,1	144,1	98,2	453,7
Operaciones													
2002	181,8	21,9	7,1	5,4	9,4	156,3	-0,3	2,5	154,1	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	211,9	13,7	8,7	6,4	-1,4	177,6	-5,9	1,7	181,8	20,7	-6,7	-4,9	32,3
2004 I	48,0	2,0	-1,7	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,2	-2,3	0,3	3,2
2004 Abr	23,8	3,9	0,8	1,5	1,6	18,9	0,0	0,4	18,5	1,0	-0,4	0,5	0,9
May	21,6	0,8	-0,5	0,1	1,2	20,3	0,1	0,3	19,9	0,5	-1,2	0,0	1,7
Jun	35,4	7,9	4,2	1,0	2,7	20,8	0,7	1,2	18,9	6,8	5,0	0,0	1,8
Jul ^(p)	29,8	2,3	-1,2	1,8	1,8	28,4	-0,4	0,5	28,3	-0,9	-3,3	-0,1	2,5
Tasas de crecimiento													
2002 Dic	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,7	-1,4	4,2	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 Dic	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,2	-4,5	-5,0	8,5
2004 Mar	6,6	4,4	0,1	6,3	5,2	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,3	-1,8	4,4
2004 Abr	6,8	4,9	0,4	6,4	6,2	8,7	6,1	-3,4	9,1	2,0	-1,0	-1,6	3,9
May	6,9	4,8	0,8	5,4	6,5	8,8	5,6	-3,4	9,2	1,9	-0,6	-1,5	3,5
Jun	7,2	5,5	3,0	5,3	7,2	9,0	7,7	0,0	9,3	2,3	-1,1	1,3	3,8
Jul ^(p)	7,3	5,4	3,4	5,4	6,5	9,2	6,3	-0,5	9,5	2,4	-0,5	1,1	3,7

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

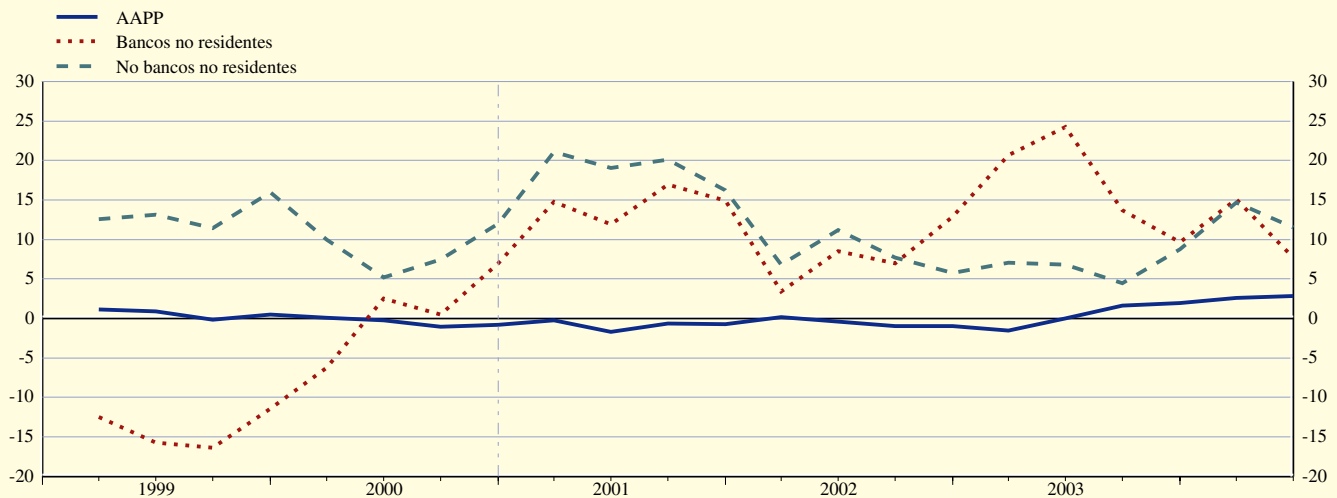
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,0	130,0	265,1	388,3	35,0	1.762,9	1.182,3	580,6	59,3	521,2
2004 I	823,3	134,6	261,3	387,8	38,9	1.953,9	1.307,0	646,9	61,1	585,8
II ^(p)	818,4	129,3	253,4	394,4	40,7	1.966,1	1.323,4	642,7	61,0	581,7
Operaciones										
2002	-7,8	-11,2	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,3	15,9	15,3	159,9	109,6	50,0	-4,9	54,8
2004 I	5,3	5,7	-3,9	-0,4	3,9	161,5	106,3	55,0	1,7	53,3
II ^(p)	-6,5	-6,3	-8,5	6,5	1,8	7,9	13,4	-5,6	-0,3	-5,3
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dic	1,9	-3,2	-4,4	4,2	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 Mar	2,6	0,9	-2,2	2,8	63,1	14,9	15,0	14,6	4,1	15,9
Jun ^(p)	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	9,0	7,7	11,6	3,2	12,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

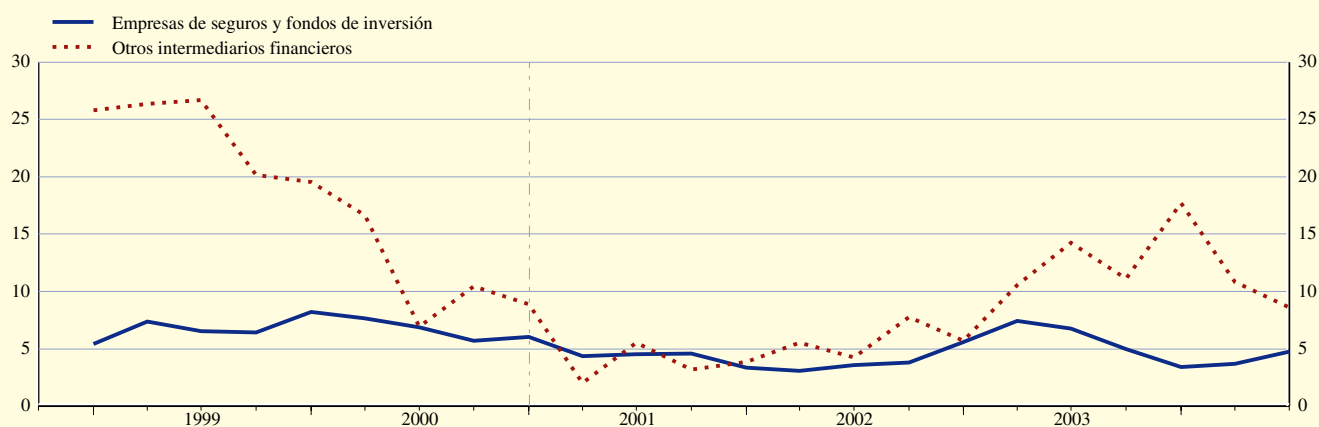
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	569,0	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 I	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	586,4	197,0	119,7	147,1	7,8	0,1	114,7
2004 Abr	562,3	62,3	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	601,3	195,2	129,0	150,0	8,3	0,1	118,6
May	563,1	57,2	45,7	435,7	1,5	0,4	22,7	596,0	192,1	127,4	149,1	7,9	0,1	119,3
Jun	565,5	59,9	42,2	439,9	1,3	1,0	21,2	597,2	194,1	122,3	155,0	8,3	0,1	117,3
Jul ^(p)	567,6	56,3	46,2	440,9	1,3	1,0	21,9	595,3	187,1	123,3	158,0	8,4	0,1	118,5
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	17,9	1,7	-3,8	18,8	0,3	-0,1	1,1	86,1	28,0	-0,4	39,2	3,2	0,0	16,0
2004 I	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	13,4	13,8	-14,7	1,4	1,6	0,0	11,3
2004 Abr	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	14,0	-2,1	9,2	2,7	0,5	0,0	3,6
May	0,7	-5,2	4,0	4,4	0,0	0,0	-2,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,8
Jun	1,7	2,7	-3,5	4,2	-0,1	0,0	-1,5	2,5	3,4	-5,1	5,9	0,4	0,0	-2,0
Jul ^(p)	2,0	-3,6	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,2	-7,2	0,9	2,9	0,0	0,0	1,1
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,4	2,9	-8,1	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 Mar	3,7	5,1	8,1	2,4	40,8	1,8	18,6	10,8	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	16,4
2004 Abr	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,3	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	15,1
May	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,4	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	16,6
Jun	4,7	-6,4	10,9	6,4	40,3	3,8	-6,3	8,6	7,7	-10,1	18,6	44,6	-	20,6
Jul ^(p)	5,5	1,2	17,0	5,1	31,9	4,0	3,7	9,2	9,4	-9,2	22,4	51,7	-	14,0

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

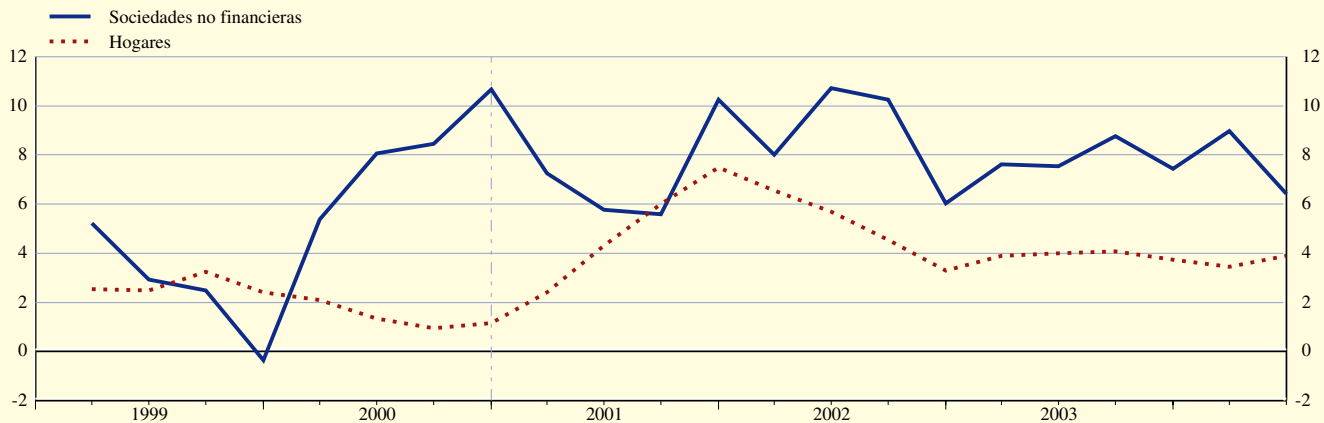
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
Saldos vivos														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	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 I	1.036,0	624,2	275,9	68,6	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
2004 Abr	1.038,0	627,9	271,7	69,8	40,5	1,7	26,4	4.014,9	1.335,8	523,1	610,1	1.406,5	87,1	52,3
May	1.051,4	633,0	279,4	70,4	40,9	1,7	26,0	4.027,4	1.349,5	518,9	610,9	1.411,4	86,2	50,5
Jun	1.054,4	651,7	266,1	69,1	41,0	1,0	25,5	4.055,7	1.367,7	517,2	612,2	1.422,3	85,8	50,4
Jul ^(p)	1.053,8	642,1	270,9	71,6	41,5	1,0	26,5	4.069,5	1.372,4	517,3	613,1	1.428,2	85,9	52,6
Operaciones														
2002	57,5	30,1	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	73,0	41,5	54,9	-29,8	10,2	0,4	-4,2	142,6	95,4	-70,8	36,0	117,4	-13,7	-21,8
2004 I	-15,0	-9,7	-5,6	2,5	1,9	0,2	-4,2	17,7	8,5	-17,7	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2004 Abr	1,6	3,4	-4,1	1,1	0,6	0,0	0,7	16,8	15,0	-4,4	1,5	5,3	-1,1	0,4
May	14,4	5,7	7,9	0,7	0,4	0,0	-0,4	12,8	13,6	-3,9	0,8	4,9	-0,9	-1,8
Jun	6,2	19,8	-12,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	24,1	15,4	-2,5	0,8	10,9	-0,4	-0,1
Jul ^(p)	-1,2	-9,8	4,6	2,5	0,6	0,0	1,0	13,6	5,0	-0,3	0,9	5,9	0,1	2,1
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,4	6,9	23,7	-30,6	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 Mar	9,0	11,9	3,4	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
2004 Abr	8,0	10,9	1,1	15,9	22,2	20,3	-15,9	3,5	7,7	-8,9	4,1	7,2	-9,3	-25,5
May	7,0	10,4	-0,3	19,0	20,4	22,2	-23,4	3,6	8,0	-9,2	4,3	7,1	-8,8	-26,5
Jun	6,4	10,3	-3,1	15,0	17,1	20,6	-13,4	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Jul ^(p)	6,9	10,6	-3,0	16,8	17,8	21,5	-6,0	4,0	7,8	-7,7	4,7	6,6	-5,5	-15,9

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

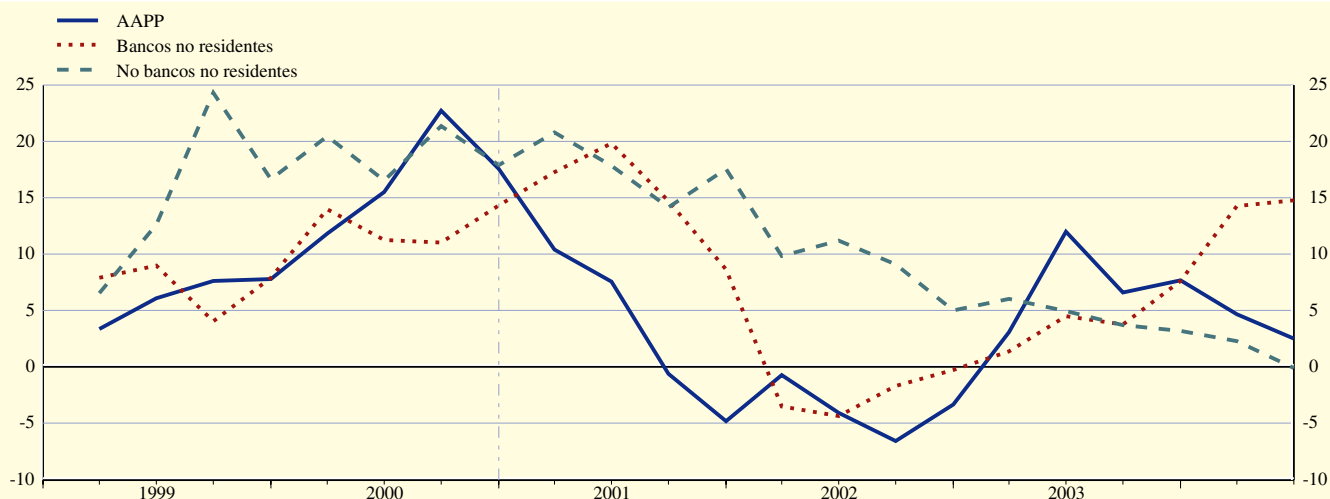
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.246,3	1.580,9	665,4	96,1	569,3
2004 I	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
II ^(p)	294,9	157,1	31,6	64,4	41,8	2.473,3	1.785,1	688,2	102,5	585,7
Operaciones										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	139,7	117,5	22,3	-1,3	23,5
2004 I	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	154,2	129,6	24,6	4,8	19,8
II ^(p)	21,7	16,0	1,6	2,0	2,2	23,8	37,5	-13,7	1,7	-15,4
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,3	7,6	3,2	-1,3	3,9
2004 Mar	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Jun ^(p)	2,5	8,3	-7,7	-0,2	-4,2	10,2	14,8	-0,1	8,4	-1,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

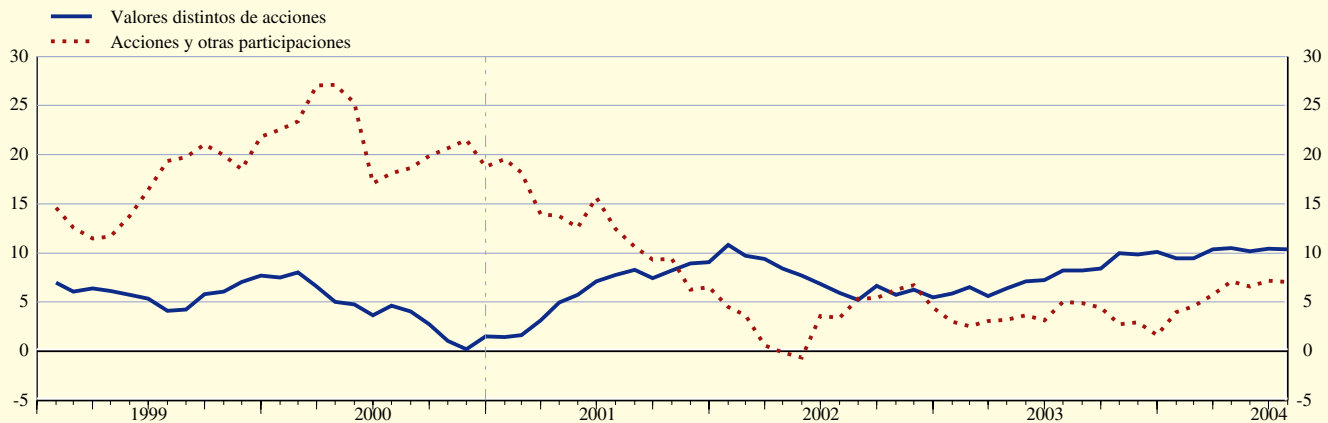
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
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 I	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,6	18,0	685,9	1.115,7	285,6	640,7	189,5
2004 Abr	3.811,8	1.292,7	62,0	1.296,5	17,3	417,2	18,6	707,4	1.145,4	290,8	663,2	191,4
May	3.849,7	1.304,2	61,5	1.323,4	17,2	422,4	17,6	703,5	1.148,9	297,6	658,0	193,3
Jun	3.860,3	1.299,5	63,6	1.337,8	17,6	425,7	18,2	697,9	1.150,0	295,8	648,6	205,6
Jul ^(p)	3.901,4	1.314,9	63,4	1.329,7	17,4	429,1	17,4	729,6	1.150,3	296,1	640,0	214,1
Operaciones												
2002	168,1	47,9	0,2	38,9	-0,6	26,6	3,5	51,6	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,3	91,6	6,2	80,3	1,1	51,8	2,3	98,0	15,8	7,2	19,3	-10,7
2004 I	153,2	61,3	0,1	45,8	1,3	4,2	-1,3	41,7	44,8	6,0	24,7	14,0
2004 Abr	41,8	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	29,0	5,6	21,6	1,8
May	46,3	11,3	-0,4	28,6	0,1	5,0	-0,7	2,4	6,3	6,7	-2,8	2,4
Jun	8,0	-5,3	2,3	11,2	0,3	3,9	0,5	-4,8	-2,4	-3,2	-10,6	11,4
Jul ^(p)	37,2	18,0	-0,9	-8,5	-0,2	0,8	-0,9	29,0	2,2	0,8	-7,8	9,3
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,5	4,5	-0,6	3,7	-3,3	8,3	23,6	9,7	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	10,1	8,1	12,5	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,4	-5,8
2004 Mar	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
2004 Abr	10,5	10,6	11,6	6,6	3,6	8,0	8,2	20,4	7,1	8,7	8,3	0,9
May	10,2	10,3	8,5	6,6	6,6	9,0	-7,4	19,0	6,6	9,4	5,9	4,6
Jun	10,4	9,5	8,1	8,9	10,3	10,1	2,9	15,9	7,2	7,4	5,2	13,4
Jul ^(p)	10,4	9,6	5,8	7,1	6,1	11,2	-6,4	19,2	7,0	6,4	4,5	16,6

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 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	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 I	-1,2	-0,5	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2004 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	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
Jun	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
Jul ^(p)	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	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	-17,6	-8,8	-1,3	-7,6	-1,0	-0,4	-0,6
2004 I	-5,7	-3,0	-0,6	-2,2	-0,9	-0,3	-0,5
2004 Abr	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2
May	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,2
Jun	-1,6	-0,9	-0,1	-0,6	0,2	0,1	0,2
Jul ^(p)	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	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	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,7	-0,4	3,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,0	19,2	7,9	5,0	6,4
2004 I	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	0,9	1,7
2004 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	-3,7	0,1	-0,1	-1,8	0,0	0,2	0,0	-2,1	-2,3	0,3	-2,0	-0,5
Jun	0,2	-0,5	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	0,3	1,6	-0,3	1,0	1,0
Jul ^(p)	-0,5	-0,9	0,0	0,4	0,0	0,3	0,0	-0,3	-2,0	-0,5	-0,7	-0,8

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.362,6	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.410,0	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.413,8	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.449,6	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II ^(p)	4.528,2	90,3	9,7	5,8	0,5	1,5	1,4	6.567,6	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	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	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
II ^(p)	1.785,1	45,2	54,8	36,6	1,8	3,2	10,2	688,2	52,1	47,9	31,0	1,9	1,9	9,8

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	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.303,2	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II ^(p)	3.534,6	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,6	-	-	-	-	-	7.920,6	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I	4.238,0	-	-	-	-	-	7.995,1	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
II ^(p)	4.325,3	-	-	-	-	-	8.140,0	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
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	1.182,3	50,2	49,8	29,5	4,7	2,3	9,3	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.307,0	49,0	51,0	30,7	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
II ^(p)	1.323,4	49,3	50,7	30,2	5,0	2,6	9,1	642,7	38,3	61,7	42,8	2,4	4,5	8,8

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.275,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
2004 I	1.344,0	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.737,2	97,9	2,1	1,1	0,5	0,1	0,2
II ^(p)	1.363,1	95,3	4,7	2,2	0,4	0,4	1,4	1.799,3	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
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	275,5	44,9	55,1	35,2	1,2	0,6	16,2	353,8	45,8	54,2	36,0	5,9	1,1	6,4
2004 I	307,1	44,4	55,6	34,2	1,2	0,6	17,3	378,8	44,3	55,7	35,9	6,2	0,8	7,2
II ^(p)	313,3	46,4	53,6	32,7	1,2	0,6	16,8	384,6	44,7	55,3	34,4	6,7	0,9	7,2

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 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.
- 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 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	3.175,0	235,2	1.389,4	67,4	1.322,0	1.033,7	243,9	133,7	139,1
2004 I ^(p)	3.353,4	266,5	1.433,9	70,3	1.363,7	1.102,5	262,6	136,6	151,2

2. Pasivo

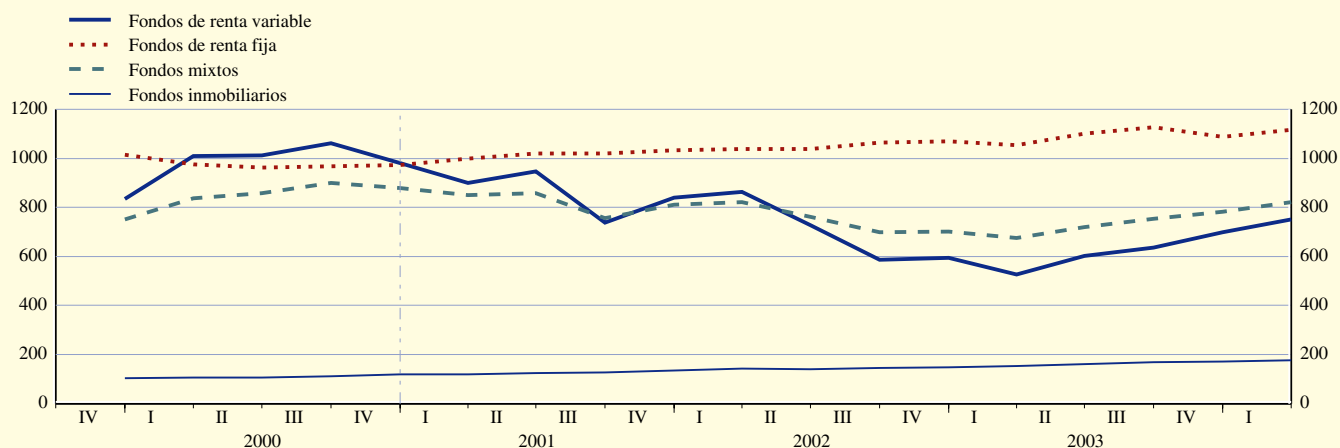
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2002 IV	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I ^(p)	3.353,4	49,6	3.171,0	132,8

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2002 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	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,2	856,8
2004 I ^(p)	3.353,4	750,1	1.116,6	821,2	176,0	489,6	2.470,3	883,1

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 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	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 I ^(p)	750,1	32,7	32,2	3,0	29,2	635,3	23,4	-	26,5
Fondos de renta fija									
2002 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	1.086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 I ^(p)	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
Fondos mixtos									
2002 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	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 I ^(p)	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
Fondos inmobiliarios									
2002 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	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 I ^(p)	176,0	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,8	8,0

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 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	2.318,2	191,7	913,6	815,8	183,8	115,4	98,0
2004 I ^(p)	2.470,3	219,3	948,9	877,9	198,8	117,5	107,9
Fondos de inversores especiales							
2002 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	856,8	43,4	475,9	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 I ^(p)	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				9	10
				4	5	6	7	8			11
Saldos vivos											
2002 IV	14.587,1	5.610,9	309,2	4.952,2	1.846,7	1.581,9	1.411,7	111,9	136,4	213,1	293,2
2003 I	14.542,9	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	15.003,5	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	15.110,6	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	15.401,0	5.872,1	350,7	5.182,5	2.027,5	1.558,0	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,1
2004 I	15.598,0	5.907,8	350,8	5.180,4	2.021,0	1.543,7	1.534,5	81,2	183,8	192,8	.
Operaciones											
2002 IV	172,0	171,1	30,8	135,7	83,0	13,2	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 I	155,0	40,2	1,3	-3,3	-29,3	-11,3	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
II	213,2	132,1	21,2	86,4	84,0	-8,4	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
III	132,2	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
IV	155,0	126,0	29,8	119,6	79,3	9,1	36,4	-5,2	-30,3	6,8	11,1
2004 I	148,8	32,5	0,0	-5,4	-7,5	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	.
Tasas de crecimiento											
2002 IV	3,9	5,0	33,8	3,6	5,8	0,2	5,3	-3,9	-4,2	12,2	4,0
2003 I	4,3	5,9	31,2	4,4	7,4	-0,2	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
II	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
III	4,7	6,5	23,3	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
IV	4,5	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 I	4,5	5,4	21,6	4,3	8,9	-1,2	6,6	-23,0	5,9	7,7	.

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
Saldos vivos										
2002 IV	1.955,3	208,7	1.746,6	3.490,9	1.778,1	1.712,8	310,0	3.530,0	3.185,7	344,3
2003 I	1.946,5	190,0	1.756,5	3.350,9	1.610,0	1.740,9	396,6	3.609,8	3.259,9	349,8
II	1.915,4	172,6	1.742,7	3.652,9	1.815,6	1.837,3	402,7	3.685,5	3.332,4	353,1
III	1.918,0	172,4	1.745,6	3.687,3	1.825,8	1.861,5	406,7	3.750,9	3.395,8	355,1
IV	1.921,5	178,0	1.743,4	3.828,3	1.952,7	1.875,6	404,5	3.779,1	3.422,3	356,8
2004 I	1.944,6	185,0	1.759,6	3.912,7	1.985,4	1.927,3	414,1	3.832,9	3.468,9	364,0
Operaciones										
2002 IV	-13,6	-10,3	-3,3	-23,9	-23,7	-0,2	-7,4	38,5	40,1	-1,6
2003 I	-21,8	-21,8	-0,1	65,3	3,0	62,2	29,9	71,3	64,6	6,8
II	-41,5	-17,1	-24,4	63,1	25,1	38,0	3,7	59,6	55,1	4,5
III	11,0	0,1	10,9	50,3	33,0	17,3	2,6	58,2	54,9	3,3
IV	7,1	4,4	2,7	-24,6	-24,7	0,2	-10,3	46,5	43,6	2,9
2004 I	19,9	3,4	16,5	27,0	1,5	25,5	10,4	69,5	61,3	8,2
Tasas de crecimiento										
2002 IV	0,9	-14,0	3,0	2,0	0,1	4,7	12,1	6,4	6,6	4,9
2003 I	-0,6	-16,1	1,3	2,8	0,8	5,6	11,9	6,4	6,6	4,1
II	-2,4	-14,6	-1,1	3,8	1,3	7,1	13,5	6,5	6,7	4,1
III	-3,4	-23,7	-1,0	4,6	2,2	6,9	9,2	6,6	6,9	3,8
IV	-2,3	-16,4	-0,6	4,4	2,0	6,9	8,3	6,7	6,8	5,1
2004 I	-0,2	-4,8	0,3	3,5	2,2	4,6	1,6	6,5	6,6	5,4

Fuente: BCE.

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

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2002 IV	15.613,9	8.080,9	7.130,0	886,3	60,9	825,5	3.581,0	1.175,4	2.405,6	3.613,6	296,8	3.316,7	241,6
2003 I	15.580,2	8.138,3	7.168,6	884,3	68,5	815,8	3.603,9	1.188,4	2.415,5	3.650,1	287,1	3.363,0	256,4
II	16.138,6	8.243,6	7.235,7	876,4	69,6	806,7	3.652,1	1.213,2	2.438,9	3.715,2	291,4	3.423,8	253,8
III	16.231,8	8.325,3	7.292,1	883,6	70,8	812,8	3.656,6	1.185,1	2.471,5	3.785,1	285,9	3.499,1	275,6
IV	16.557,3	8.458,9	7.393,1	952,0	80,6	871,3	3.656,4	1.162,4	2.494,0	3.850,5	287,0	3.563,5	266,5
2004 I	16.896,5	8.510,0	7.463,5	955,7	84,7	871,1	3.652,4	1.158,6	2.493,8	3.901,9	281,6	3.620,3	.
Operaciones													
2002 IV	165,4	141,1	96,4	14,9	6,0	9,0	58,4	-5,0	63,4	67,8	2,8	65,0	6,4
2003 I	265,2	94,2	66,4	5,6	7,9	-2,3	45,4	18,6	26,8	43,2	-7,6	50,8	7,1
II	233,8	115,8	84,6	-5,5	3,2	-8,7	52,0	24,3	27,7	69,3	5,0	64,3	2,6
III	136,1	79,7	58,7	7,3	1,1	6,1	1,5	-25,5	27,0	71,0	-4,7	75,7	22,9
IV	111,1	110,6	119,3	20,3	9,8	10,4	17,2	-16,8	34,0	73,2	4,5	68,7	-1,3
2004 I	193,5	46,5	75,6	4,8	4,0	0,8	-13,6	-7,2	-6,5	55,3	-4,0	59,3	.
Tasas de crecimiento													
2002 IV	3,9	4,4	4,0	-1,9	21,8	-3,3	3,9	-2,9	7,6	6,5	0,8	7,1	-3,3
2003 I	4,4	4,8	4,1	-1,5	28,4	-3,4	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,3	-4,1
II	4,8	4,9	4,0	0,8	34,3	-1,4	4,3	1,5	5,8	6,5	-1,6	7,2	3,6
III	5,2	5,4	4,3	2,6	33,1	0,5	4,4	1,1	6,1	7,1	-1,5	7,9	16,1
IV	4,8	5,0	4,6	3,1	36,2	0,7	3,2	0,1	4,8	7,1	-0,9	7,8	12,9
2004 I	4,3	4,3	4,7	3,0	26,6	1,1	1,6	-2,1	3,4	7,4	0,3	8,0	.

	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 IV	4.670,0	4.137,0	480,1	3.656,9	533,0	144,7	388,3	2.383,9	209,9	269,1
2003 I	4.835,7	4.272,5	529,9	3.742,7	563,1	167,1	396,1	2.114,2	219,4	272,6
II	4.962,0	4.377,7	563,6	3.814,1	584,3	165,6	418,7	2.451,3	205,7	276,1
III	4.977,5	4.395,4	557,7	3.837,8	582,1	164,4	417,6	2.474,6	174,3	280,1
IV	4.904,9	4.316,2	538,9	3.777,2	588,8	163,5	425,2	2.729,2	181,7	282,7
2004 I	5.071,2	4.477,8	576,1	3.901,7	593,5	179,9	413,5	2.839,5	189,0	286,7
Operaciones										
2002 IV	4,2	-0,2	-8,3	8,0	4,4	6,9	-2,5	2,5	14,4	3,2
2003 I	157,5	128,8	49,9	78,9	28,7	22,3	6,4	-0,2	9,5	4,2
II	98,9	84,3	33,9	50,4	14,6	-1,4	16,0	15,5	-0,6	4,2
III	45,8	43,7	-5,6	49,3	2,1	-1,1	3,2	4,0	2,4	4,2
IV	-11,5	-19,4	-18,4	-1,0	7,9	-0,9	8,8	0,4	7,4	4,1
2004 I	134,0	134,6	35,8	98,9	-0,7	16,2	-16,9	1,6	7,3	4,0
Tasas de crecimiento										
2002 IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,3	0,7	12,3	5,3
2003 I	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,3	0,4	14,7	5,6
II	7,0	6,5	15,5	5,2	11,3	27,0	5,9	0,8	13,4	5,9
III	6,6	6,2	14,6	5,1	9,4	19,4	5,9	0,9	13,2	6,0
IV	6,2	5,7	12,5	4,9	10,0	13,0	8,9	0,8	8,9	6,2
2004 I	5,5	5,7	8,6	5,3	4,2	7,6	2,8	1,0	7,5	6,1

Fuente: BCE.

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

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

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

Principales activos financieros

	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro				Préstamos			Valores distintos de acciones			
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
Saldos vivos												
2002 IV	3.328,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,8	341,6	69,9	271,7	1.334,1	50,0	1.284,1
2003 I	3.343,2	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,6	55,9	1.326,7
II	3.472,8	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,1	64,8	272,3	1.411,8	53,7	1.358,0
III	3.522,5	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	338,8	65,2	273,6	1.433,3	56,6	1.376,7
IV	3.629,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	327,3	65,8	261,5	1.461,2	58,3	1.403,0
2004 I	3.778,1	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,0	68,8	269,3	1.532,9	56,1	1.476,8
Operaciones												
2002 IV	68,7	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	5,0	-4,6	9,6	36,5	2,4	34,1
2003 I	67,1	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,4	-2,4	53,8	6,7	47,1
II	42,3	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,2	1,2	3,0	18,7	-2,3	21,1
III	33,7	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	1,7	0,4	1,3	22,6	2,9	19,7
IV	59,3	9,5	1,6	7,2	0,2	0,5	-11,5	0,7	-12,2	37,6	1,7	35,9
2004 I	95,4	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,5	2,9	7,6	44,5	-2,4	47,0
Tasas de crecimiento												
2002 IV	6,3	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	-0,2	-3,2	0,7	9,4	8,3	9,5
2003 I	5,8	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,6	1,4	10,0	17,5	9,7
II	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-12,3	2,6	12,0	41,1	11,1
III	6,5	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,6	-12,6	4,4	10,1	20,7	9,7
IV	6,1	3,4	3,0	3,4	4,7	6,1	-4,2	-5,9	-3,8	10,0	18,0	9,6
2004 I	6,9	3,7	5,0	2,9	24,7	18,7	1,5	8,1	-0,1	8,9	-0,4	9,3

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			Total	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 IV	1.020,6	455,5	565,0	56,4	109,4	3.521,2	47,3	32,9	10,7	111,4	3.351,8	2.847,0	504,8													
2003 I	979,9	422,9	557,1	60,1	111,9	3.586,2	60,7	42,4	10,9	101,5	3.413,2	2.898,8	514,4													
II	1.072,2	482,2	590,0	64,4	113,9	3.692,8	60,6	44,8	11,2	134,3	3.486,8	2.965,9	521,0													
III	1.102,2	497,5	604,7	60,7	115,3	3.757,7	62,6	44,3	11,7	133,5	3.549,8	3.024,2	525,6													
IV	1.182,6	546,2	636,4	64,4	116,6	3.812,0	52,0	35,6	12,1	153,8	3.594,0	3.064,2	529,8													
2004 I	1.230,8	563,5	667,3	68,6	119,7	3.878,0	61,7	46,3	12,3	153,7	3.650,5	3.110,1	540,4													
Operaciones																										
2002 IV	11,3	-3,9	15,2	6,7	-0,8	20,8	-12,9	-9,1	0,1	0,4	33,1	35,6	-2,4													
2003 I	7,0	-3,6	10,6	2,0	2,6	83,3	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,0	59,4	9,6													
II	15,0	4,2	10,7	4,6	2,0	61,6	0,0	2,6	0,2	4,5	57,0	50,4	6,6													
III	14,3	5,2	9,1	-4,2	1,5	57,4	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,8	50,1	4,7													
IV	22,3	7,1	15,2	4,3	1,4	34,9	-10,6	-8,8	0,5	3,9	41,1	36,9	4,2													
2004 I	22,8	2,7	20,0	4,2	3,2	77,5	9,6	10,6	0,0	0,8	67,2	55,7	11,4													
Tasas de crecimiento																										
2002 IV	5,0	3,2	6,7	18,2	9,0	5,8	-13,1	-11,6	0,4	0,3	6,5	6,7	5,3													
2003 I	3,0	0,0	5,8	19,5	6,3	5,9	7,5	8,5	0,2	-0,2	6,3	6,8	4,0													
II	3,4	-0,1	6,5	23,0	6,0	6,0	1,3	5,3	0,9	1,8	6,4	6,8	4,0													
III	4,8	0,4	8,2	18,2	4,8	6,4	7,2	10,2	7,7	3,2	6,5	7,0	3,6													
IV	5,7	2,8	8,1	11,8	6,9	6,7	13,9	14,1	11,1	6,7	6,6	6,9	5,0													
2004 I	7,6	4,6	9,9	14,7	7,3	6,5	1,5	9,3	11,4	9,0	6,4	6,7	5,2													

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	341,7	1.122,3	-783,9	2,9	0,4	1.734,1	-3,0	396,0	396,8	383,6	316,3	193,9	50,5
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,8	0,0	1.912,7	-0,2	391,0	331,6	450,6	486,6	222,2	31,0
1998	415,1	1.203,6	-823,6	35,0	0,2	2.395,3	11,0	419,7	355,4	523,3	844,8	215,4	25,7
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.056,9	1,3	557,6	429,1	881,7	903,3	261,5	22,5
2000	490,7	1.391,2	-913,1	29,3	-16,7	2.796,3	1,3	349,6	260,8	808,6	1.126,5	252,6	-3,0
2001	467,6	1.443,7	-973,6	-4,5	1,9	2.581,5	-0,5	577,4	432,2	726,9	634,2	249,2	-38,1
2002	406,5	1.430,5	-1.021,0	-4,3	1,4	2.268,0	0,9	624,5	250,8	615,7	504,1	222,8	49,2

	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	1.665,1	473,5	384,2	334,8	276,0	196,6
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.811,1	509,7	318,1	379,1	374,2	230,0
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.323,9	648,5	323,1	482,2	649,4	220,7
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.010,6	933,2	503,8	755,9	555,7	262,1
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.772,1	538,6	414,6	843,1	722,3	253,4
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.563,7	673,8	490,3	598,3	549,6	251,8
2002	464,5	1.474,0	-1.021,0	11,5	2.210,0	566,5	440,1	568,9	397,7	236,8

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,3	54,5	-14,7	54,8	88,1	119,5	514,5	270,2	7,8	143,3	111,2
1997	150,4	592,0	-453,3	241,9	25,3	-12,3	46,4	96,2	105,2	521,5	287,2	12,1	153,6	111,8
1998	193,8	635,2	-470,6	425,2	42,7	-12,0	96,3	205,1	147,8	569,2	471,2	22,8	252,9	184,5
1999	212,0	684,5	-490,9	604,8	27,4	91,3	169,1	298,3	107,7	548,7	709,2	47,3	423,2	222,1
2000	309,7	750,3	-522,9	825,7	71,9	83,8	193,0	453,4	84,4	560,4	1.051,0	58,8	558,2	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	624,9	101,7	34,8	141,3	254,6	88,2	583,5	756,0	99,7	325,6	319,2
2002	172,9	758,3	-579,3	506,3	22,5	-32,9	165,3	281,5	115,3	634,3	563,9	20,7	321,1	206,9

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	170,0	384,6	-216,8	436,5	144,5	24,5	91,7	189,3	445,2	646,9	161,3	160,0	3.788,1	17,1
1997	168,3	377,5	-211,7	424,4	70,0	-20,0	192,2	216,0	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	286,5	210,6	408,1	594,6	212,6	211,2	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	470,4	118,6	-24,0	193,4	247,4	392,9	582,0	268,9	267,4	4.086,5	14,2
2000	198,6	440,9	-241,7	420,4	65,5	35,2	120,7	246,5	396,1	598,3	222,9	221,2	4.276,1	14,0
2001	188,3	453,9	-264,1	405,1	174,7	90,7	59,1	229,3	425,3	653,0	168,2	166,3	4.571,6	14,3
2002	182,1	462,2	-282,0	459,1	221,1	48,2	-5,0	210,7	434,7	681,2	206,5	204,3	4.712,5	14,5

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

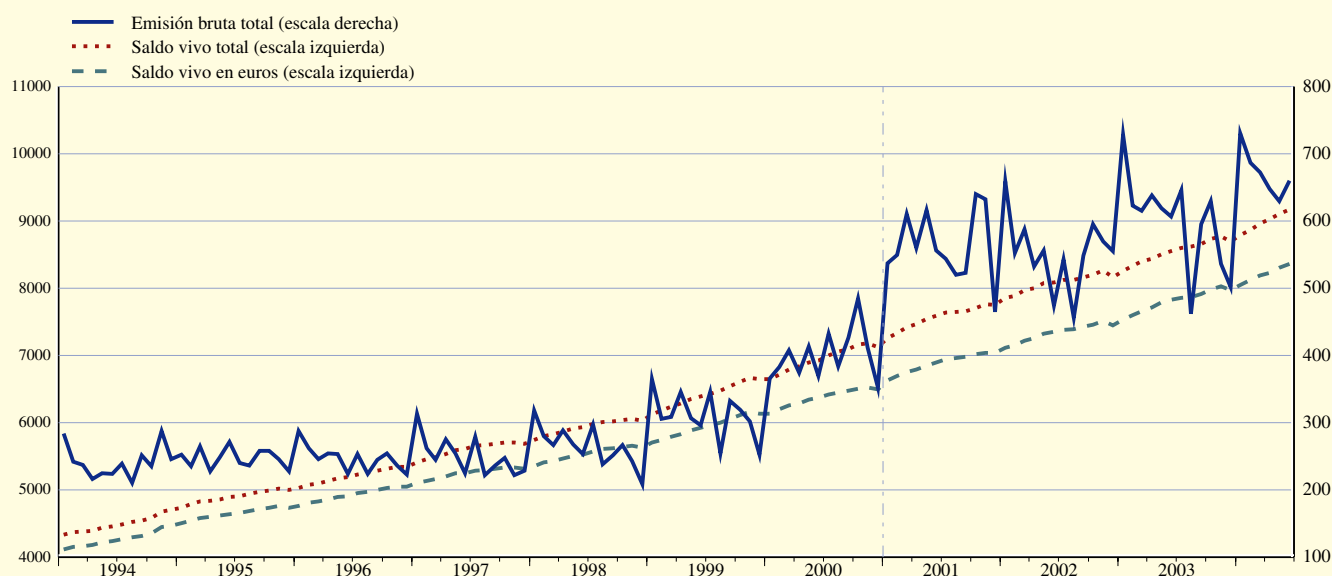
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Jun	8.986,5	636,6	556,3	80,3	8.553,0	606,2	566,1	40,1	91,5	93,7	93,9	36,3
Jul	9.020,0	649,0	615,9	33,1	8.601,6	645,3	601,4	44,0	91,4	93,1	94,3	33,6
Ago	9.025,3	470,3	465,5	4,8	8.614,7	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
Sep	9.115,4	615,6	524,5	91,1	8.659,4	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
Oct	9.173,0	635,5	578,8	56,7	8.733,3	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
Nov	9.240,5	556,0	491,2	64,8	8.771,5	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
Dic	9.204,5	519,4	551,8	-32,4	8.696,3	501,4	555,4	-54,0	91,6	93,7	94,6	-55,3
2004 Ene	9.277,2	738,7	663,8	74,9	8.789,3	730,8	643,2	87,6	91,5	94,3	94,7	79,4
Feb	9.354,2	699,3	622,6	76,7	8.866,4	686,4	605,5	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
Mar	9.471,3	717,1	599,7	117,3	8.960,6	672,1	587,7	84,3	91,3	92,7	95,3	63,5
Abr	9.496,1	647,8	624,8	22,9	9.027,2	647,8	587,4	60,3	91,2	93,2	95,0	45,7
May	9.595,1	647,4	548,6	98,8	9.109,1	629,2	542,5	86,7	91,2	93,9	94,9	75,9
Jun	9.699,3	705,7	600,5	105,2	9.172,5	659,7	596,4	63,3	91,2	94,2	94,7	56,4
Largo plazo												
2003 Jun	8.103,5	185,3	115,4	70,0	7.672,5	170,8	110,7	60,1	91,6	91,0	91,7	53,9
Jul	8.156,2	198,0	145,9	52,1	7.721,6	185,2	140,3	44,9	91,4	88,1	94,9	30,0
Ago	8.168,5	86,4	75,8	10,7	7.748,0	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
Sep	8.245,0	179,8	102,5	77,3	7.799,9	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
Oct	8.299,9	179,2	125,5	53,7	7.852,6	168,3	120,4	47,8	91,4	91,7	94,0	41,1
Nov	8.351,3	143,4	93,3	50,1	7.888,9	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
Dic	8.345,2	118,2	119,4	-1,2	7.864,6	111,0	113,5	-2,5	91,6	90,3	93,0	-5,3
2004 Ene	8.404,6	196,0	136,0	60,0	7.913,9	178,4	137,5	40,8	91,6	93,0	90,8	40,9
Feb	8.491,0	194,3	109,0	85,3	7.997,5	183,5	98,7	84,9	91,7	92,2	88,0	82,5
Mar	8.561,6	213,4	142,1	71,3	8.071,8	189,4	123,8	65,6	91,4	86,8	93,7	48,3
Abr	8.601,7	162,7	124,3	38,4	8.121,5	154,7	110,7	44,1	91,3	88,4	94,7	32,0
May	8.703,1	174,1	72,1	102,0	8.205,2	156,2	67,8	88,5	91,3	89,2	90,8	77,9
Jun	8.783,7	200,3	120,1	80,2	8.269,3	177,9	112,5	65,4	91,3	92,5	92,3	60,8

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

(mm de euros)



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

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

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

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

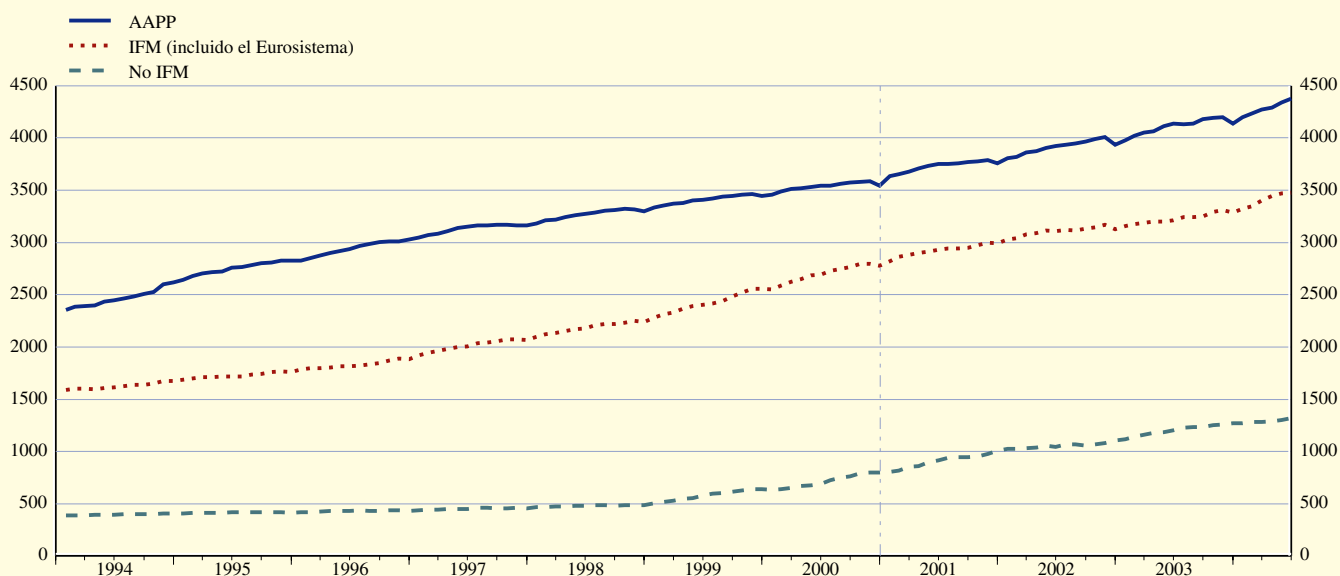
1. Saldos vivos

(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 Jun	8.553,0	3.213,4	618,3	586,6	3.931,7	203,0	91,5	85,8	85,6	88,2	97,3	95,7
Jul	8.601,6	3.241,6	637,5	589,2	3.928,9	204,5	91,4	85,7	85,4	88,1	97,3	95,5
Ago	8.614,7	3.241,9	641,7	592,5	3.934,4	204,3	91,3	85,6	85,2	87,9	97,2	95,4
Sep	8.659,4	3.247,9	649,9	583,9	3.968,7	209,0	91,4	85,5	86,2	88,1	97,4	95,5
Oct	8.733,3	3.289,5	661,2	589,5	3.980,5	212,6	91,3	85,3	86,5	87,9	97,4	95,5
Nov	8.771,5	3.311,6	669,0	590,7	3.983,1	217,1	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
Dic	8.696,3	3.287,5	683,4	589,4	3.917,9	218,1	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 Ene	8.789,3	3.320,0	684,6	588,7	3.974,2	221,8	91,5	85,4	87,7	87,9	97,6	95,5
Feb	8.866,4	3.347,7	693,2	592,0	4.005,6	227,9	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
Mar	8.960,6	3.404,1	695,4	589,6	4.040,8	230,8	91,3	85,2	87,8	87,7	97,4	95,5
Abr	9.027,2	3.444,4	700,2	591,6	4.059,0	232,0	91,2	84,9	87,9	87,5	97,4	95,4
May	9.109,1	3.470,6	699,9	599,4	4.105,7	233,6	91,2	84,8	88,2	87,6	97,5	95,6
Jun	9.172,5	3.477,3	719,4	602,7	4.135,1	238,1	91,2	84,7	88,5	87,4	97,4	95,6
Largo plazo												
2003 Jun	7.672,5	2.833,7	609,6	485,5	3.544,7	199,0	91,6	86,4	85,4	86,8	97,2	95,9
Jul	7.721,6	2.864,2	628,7	487,8	3.540,7	200,0	91,4	86,2	85,2	86,6	97,2	95,7
Ago	7.748,0	2.879,8	633,0	490,8	3.543,9	200,4	91,2	85,9	85,0	86,4	97,1	95,5
Sep	7.799,9	2.891,2	641,8	486,2	3.575,2	205,5	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
Oct	7.852,6	2.923,7	653,1	489,5	3.577,0	209,2	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,6
Nov	7.888,9	2.938,1	660,7	493,4	3.583,0	213,7	91,5	85,8	86,8	87,0	97,4	95,8
Dic	7.864,6	2.927,4	674,5	497,1	3.551,0	214,6	91,6	86,0	87,6	87,2	97,5	95,5
2004 Ene	7.913,9	2.942,3	676,0	492,4	3.585,5	217,7	91,6	85,9	87,5	86,7	97,5	95,6
Feb	7.997,5	2.977,8	685,1	495,3	3.615,9	223,5	91,7	86,1	87,9	86,7	97,5	95,7
Mar	8.071,8	3.029,9	687,6	489,2	3.638,2	226,8	91,4	85,7	87,7	86,2	97,3	95,7
Abr	8.121,5	3.060,8	692,0	484,7	3.656,5	227,5	91,3	85,4	87,8	85,9	97,3	95,6
May	8.205,2	3.092,7	691,7	491,7	3.700,4	228,8	91,3	85,2	88,0	86,0	97,4	95,7
Jun	8.269,3	3.094,1	711,3	497,1	3.733,6	233,2	91,3	85,3	88,4	85,8	97,3	95,8

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)

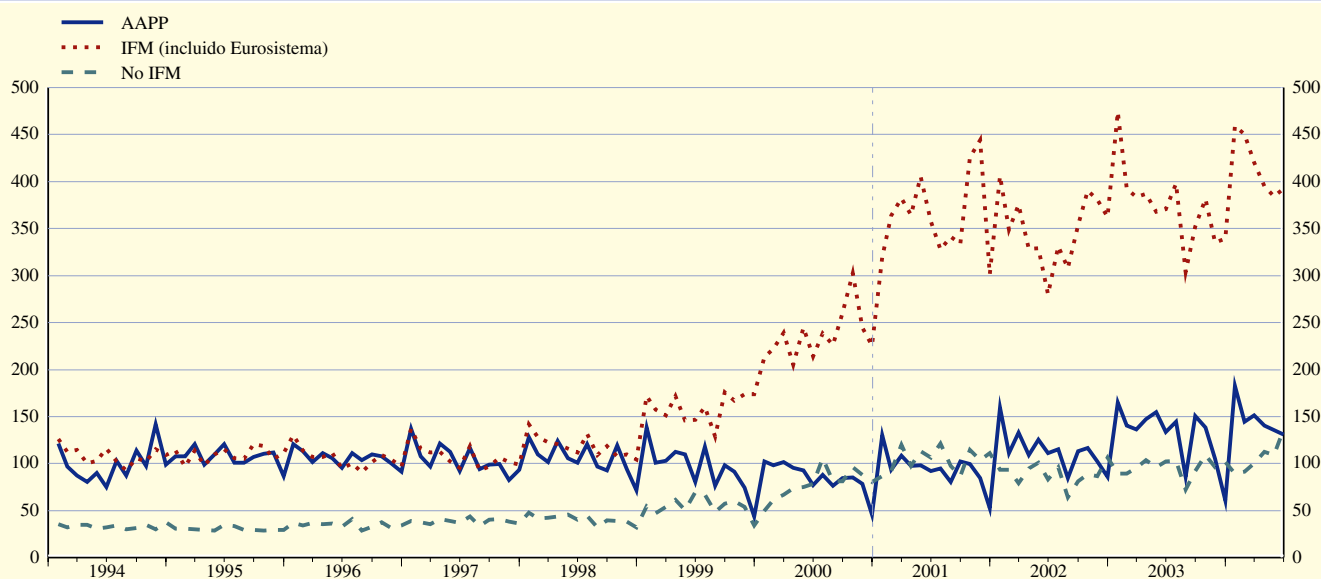
2. Emisiones brutas

(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 Jun	606,2	370,2	23,5	79,2	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
Jul	645,3	397,7	26,5	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	594,9	352,0	22,0	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
Oct	629,7	381,6	21,4	87,9	130,7	8,0	93,7	91,5	95,8	96,3	98,1	94,0
Nov	536,4	335,2	20,2	75,7	97,4	7,8	93,2	92,0	86,7	95,9	96,2	98,2
Dic	501,4	339,0	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 Ene	730,8	458,7	8,5	80,8	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
Feb	686,4	450,3	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
Mar	672,1	420,4	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
Abr	647,8	394,7	19,0	93,8	134,9	5,3	93,2	90,9	92,5	96,8	97,6	97,2
May	629,2	384,3	9,0	100,3	130,5	5,2	93,9	91,8	88,1	97,1	98,0	97,9
Jun	659,7	392,5	32,6	103,8	122,4	8,4	94,2	92,6	95,9	95,7	97,6	95,0
	Largo plazo											
2003 Jun	170,8	68,9	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	98,8	97,5	95,2
Jul	185,2	74,6	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	6,1	3,4	23,0	1,6	88,0	82,4	88,4	98,7	97,2	91,3
Sep	173,4	65,0	18,9	3,6	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	96,6	99,0	98,8
Oct	168,3	75,7	17,5	10,7	58,9	5,5	91,7	84,4	96,1	89,4	100,0	94,5
Nov	136,5	62,4	16,6	10,7	40,9	5,8	89,6	86,9	85,2	91,2	93,5	99,6
Dic	111,0	61,9	24,9	9,6	11,4	3,2	90,3	88,3	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 Ene	178,4	72,6	5,0	7,4	86,9	6,3	93,0	87,8	88,7	80,7	98,2	99,4
Feb	183,5	86,1	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
Mar	189,4	98,8	8,1	5,0	72,0	5,6	86,8	79,6	88,2	92,3	95,4	95,7
Abr	154,7	69,7	15,0	4,6	63,0	2,5	88,4	79,4	93,4	77,4	97,5	100,0
May	156,2	67,9	6,6	9,4	69,7	2,7	89,2	79,8	86,1	85,3	98,8	99,6
Jun	177,9	65,0	29,9	13,8	63,7	5,5	92,5	88,1	95,8	81,3	97,4	99,1

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

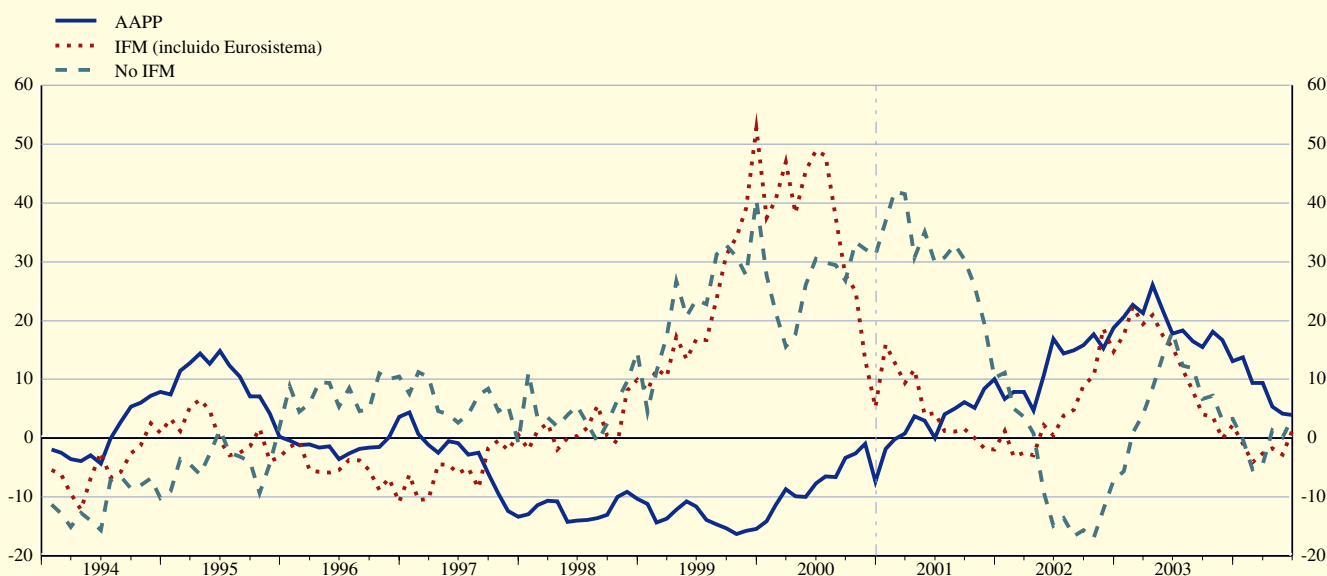
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(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 Jun	6,9	111,9	4,4	18,9	27,3	11,1	5,7	4,7	28,3	16,8	128,1	15,5	18,1	29,0
Jul	7,0	112,5	4,9	18,9	28,4	10,1	5,5	4,7	21,9	14,6	127,9	11,7	12,3	22,9
Ago	6,8	112,5	4,7	19,2	28,1	10,8	5,1	4,4	21,0	12,2	126,3	8,0	11,9	18,6
Sep	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,2	9,4	125,3	4,1	6,7	17,0
Oct	7,2	114,2	5,5	19,2	29,0	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,3	3,6	7,2	13,9
Nov	7,0	114,8	5,3	18,7	27,8	9,7	5,2	4,4	23,0	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,8
Dic	7,3	114,1	6,2	17,0	23,5	10,2	5,5	4,7	22,2	6,9	120,8	2,2	3,3	20,8
2004 Ene	7,1	115,2	5,9	15,2	23,1	7,1	5,7	4,9	21,8	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,8
Feb	7,0	116,3	6,2	14,0	21,7	6,1	5,6	4,9	21,0	1,4	127,0	-4,1	-5,4	-8,1
Mar	7,1	117,4	7,4	11,8	19,7	3,7	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,1
Abr	7,1	118,2	7,9	10,4	17,5	2,9	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
May	7,1	119,3	8,3	9,6	16,4	2,6	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,1	-3,6
Jun	7,4	120,2	8,3	10,1	16,7	3,1	5,8	5,2	17,3	2,7	131,6	1,3	3,4	-7,2
En euros														
2003 Jun	6,6	111,4	3,1	22,3	33,7	12,5	5,4	4,5	27,0	18,1	130,4	18,5	17,6	29,2
Jul	6,7	111,9	3,8	22,1	34,5	11,3	5,2	4,5	20,4	16,7	131,0	15,9	12,2	22,9
Ago	6,5	111,9	3,7	22,5	34,4	12,0	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,2	18,6
Sep	6,6	112,7	3,3	21,7	35,3	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,7	8,5	5,9	16,9
Oct	6,9	113,6	4,2	22,7	36,3	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,7	6,8	14,3
Nov	6,8	114,2	4,2	21,8	34,1	10,5	5,1	4,3	22,3	9,3	132,2	3,1	2,3	9,6
Dic	7,0	113,4	5,0	19,3	27,7	10,9	5,5	4,7	21,2	8,9	124,0	5,6	2,9	19,1
2004 Ene	6,9	114,6	4,9	17,1	27,1	7,2	5,7	5,0	21,1	6,0	130,3	-0,5	-0,9	16,5
Feb	6,9	115,7	5,4	16,0	26,1	6,1	5,8	5,1	20,3	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,6
Mar	6,9	116,6	6,4	13,4	23,9	3,1	5,6	4,9	19,7	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,2
Abr	6,8	117,2	6,6	11,7	21,1	2,3	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,3
May	6,7	118,3	6,8	11,0	20,1	1,9	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	-0,2	-4,4
Jun	6,9	119,1	6,8	11,2	20,4	1,9	5,8	5,3	17,1	2,2	133,3	-0,1	3,6	-7,3

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

(tasas de variación)



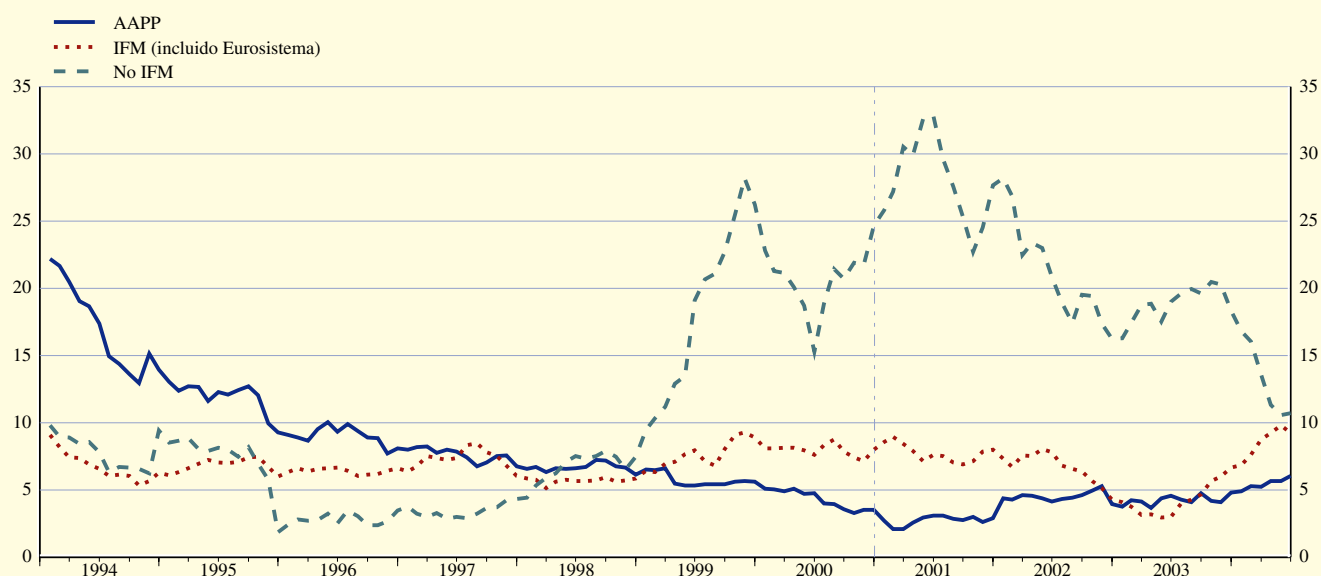
Fuente: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Administración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		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													
17,2	17,8	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	19,0	27,2	9,9	4,6	3,5	28,5	2003 Jun
11,5	18,3	18,3	18,9	6,2	110,9	4,0	19,6	28,5	9,8	4,3	3,4	22,0	Jul
11,3	16,5	16,7	2,5	6,2	111,1	4,3	20,0	28,2	10,8	4,1	3,2	21,4	Ago
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	19,6	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	Sep
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,5	29,2	10,5	4,2	3,3	21,9	Oct
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,4	6,0	20,3	28,1	11,3	4,1	3,2	23,5	Nov
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,7	18,3	23,6	11,9	4,8	3,9	22,8	Dic
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	16,8	23,2	9,0	4,9	4,0	21,6	2004 Ene
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,6	115,2	7,6	16,1	22,1	8,6	5,3	4,4	21,0	Feb
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,2	8,8	13,6	20,3	5,4	5,2	4,4	20,8	Mar
2,0	5,4	5,2	21,7	7,8	116,8	9,2	11,3	17,9	3,1	5,7	5,0	18,6	Abr
0,4	4,2	4,1	17,4	7,9	118,1	9,8	10,6	16,7	3,0	5,6	5,0	17,6	May
4,3	3,9	3,8	22,2	7,9	119,0	9,3	10,7	17,0	2,8	6,0	5,4	17,2	Jun
En euros													
16,6	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	22,9	33,7	11,6	4,3	3,3	27,3	2003 Jun
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,1	2,4	23,3	34,8	11,3	4,0	3,2	20,5	Jul
10,5	16,8	17,0	1,1	5,6	110,2	2,5	23,8	34,7	12,3	3,7	3,0	19,9	Ago
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	23,6	35,6	10,8	4,5	3,7	21,9	Sep
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	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	4,9	21,1	27,8	13,0	4,7	3,9	21,7	Dic
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,2	27,3	9,5	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	8,9	5,4	4,6	20,3	Feb
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,1	7,5	15,6	24,6	4,8	5,3	4,5	20,0	Mar
2,0	5,1	5,0	17,5	7,4	115,6	7,9	13,0	21,6	2,3	5,6	5,0	18,2	Abr
0,2	4,1	4,0	19,9	7,4	116,8	8,1	12,3	20,6	2,3	5,7	5,0	17,4	May
4,5	3,7	3,6	18,8	7,5	117,8	7,7	12,1	20,8	1,3	6,1	5,5	17,1	Jun

C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas
(tasas de variación)



Fuente: BCE.

1) Véanse las notas técnicas para el cálculo 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)

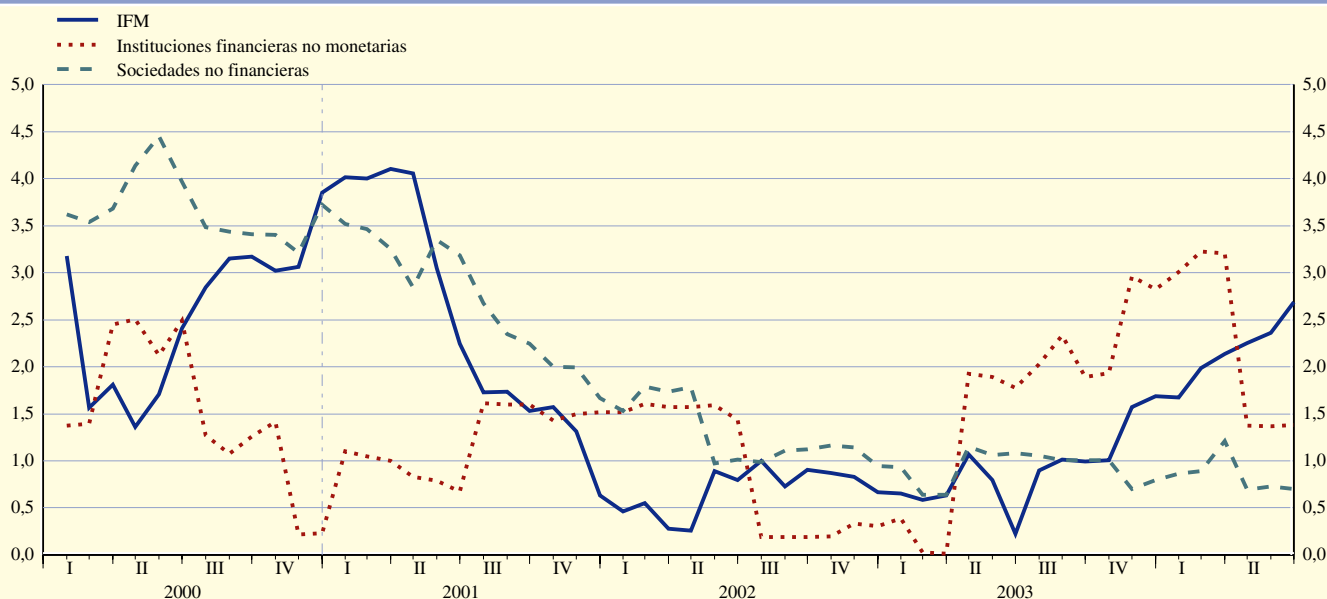
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Jun	4.119,4	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,4	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	100,6	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	0,3	2.603,3	1,1
Dic	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 Ene	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,6	261,1	0,4	2.291,4	0,9
Feb	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
Mar	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
Abr	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
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	1,1
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	101,7	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	101,8	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	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	1,5	571,9	2,1	355,0	3,2	2.839,5	1,2
Abr	3.748,3	102,5	1,0	579,4	2,3	361,1	1,4	2.807,9	0,7
May	3.687,7	102,5	1,0	568,1	2,4	350,6	1,4	2.769,1	0,7
Jun	3.770,8	102,6	1,1	583,5	2,7	358,0	1,4	2.829,3	0,7

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

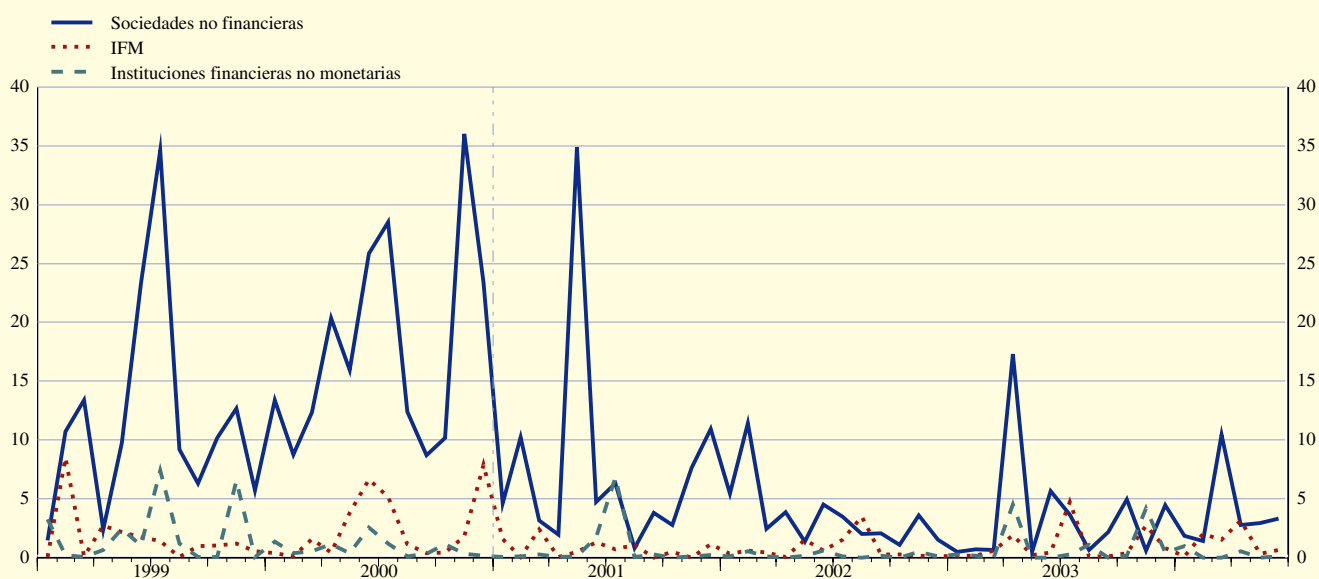
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2002 Jun	5,7	0,7	5,0	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	4,5	0,6	3,9
Jul	5,1	1,2	3,9	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,2	3,3
Ago	5,5	5,2	0,3	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
Sep	2,5	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,8
Oct	1,3	0,1	1,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,1	1,0
Nov	4,3	0,7	3,6	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,6	0,3	3,3
Dic	1,7	0,5	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	1,1
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	-0,3	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	18,9	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,6	12,7
May	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Jun	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Jul	8,6	1,9	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,7	1,9
Ago	1,8	1,2	0,6	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,1	-0,4
Sep	2,3	1,8	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,4	1,8
Oct	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dic	5,7	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,6	3,8
2004 Ene	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Feb	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
Mar	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
Abr	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
May	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Jun	4,1	1,9	2,2	0,7	1,6	-0,9	0,1	0,1	0,1	3,3	0,2	3,1

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 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	2,36	2,70	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Ene	0,69	1,91	2,37	2,74	2,03	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	0,86	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
May	0,70	1,85	2,16	2,41	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,75	1,95
Jun	0,70	1,88	2,23	2,39	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,79	1,98

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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	4,45	3,85	5,00	5,08
2004 Ene	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,63	4,28	5,02	4,92	4,48	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	4,28	3,94	5,06	4,97
Abr	9,73	7,31	6,60	8,22	7,82	3,42	4,03	4,78	4,68	4,27	3,87	4,89	4,92
May	9,68	7,30	6,69	8,17	7,92	3,40	4,03	4,75	4,61	4,20	4,11	4,81	4,94
Jun	9,56	7,18	6,70	8,30	7,98	3,42	4,11	4,81	4,69	4,20	3,93	4,94	5,01

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 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		5,58	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 Ene		5,67	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
Feb		5,63	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
Mar		5,56	3,94	4,79	4,77	2,91	3,25	4,41
Abr		5,51	3,87	4,71	4,64	2,96	3,28	4,41
May		5,46	3,98	4,58	4,57	2,95	3,30	4,24
Jun		5,46	3,96	4,76	4,71	3,02	3,25	4,08

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)

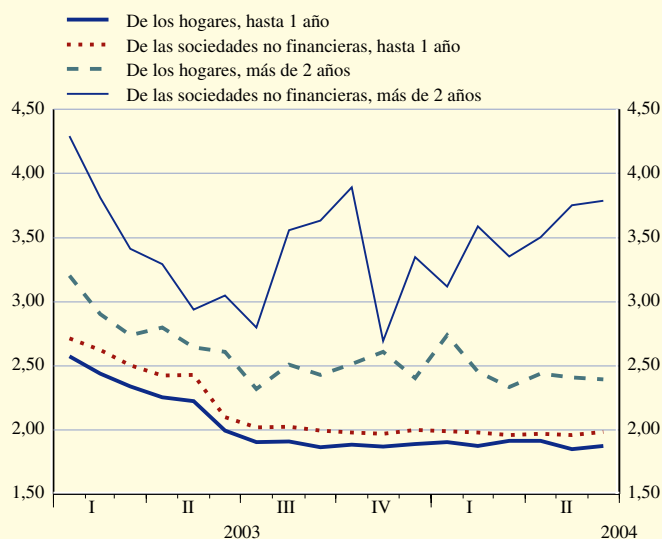
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2003 Jul	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	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	2,02	2,68	0,86	2,14	4,25	1,98
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,09	4,27	1,95
Feb	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,09	4,22	1,97
Mar	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,08	4,17	1,93
Abr	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,09	4,16	1,92
May	0,70	1,89	3,28	2,00	2,55	0,86	2,07	4,15	1,93
Jun	0,70	1,89	3,27	2,00	2,55	0,87	2,09	4,11	1,94

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 Jul	5,18	5,07	5,31	8,33	7,28	5,96	4,61	4,32	4,81
Ago	5,07	4,99	5,25	8,28	7,23	6,07	4,54	4,21	4,74
Sep	5,00	4,95	5,24	8,30	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
Oct	5,00	4,92	5,20	8,13	7,13	5,84	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	5,09	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,56	4,23	4,67
2004 Ene	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
Feb	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
Mar	4,98	4,82	5,03	8,05	7,17	5,89	4,56	3,96	4,61
Abr	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
May	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
Jun	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,48	3,90	4,53

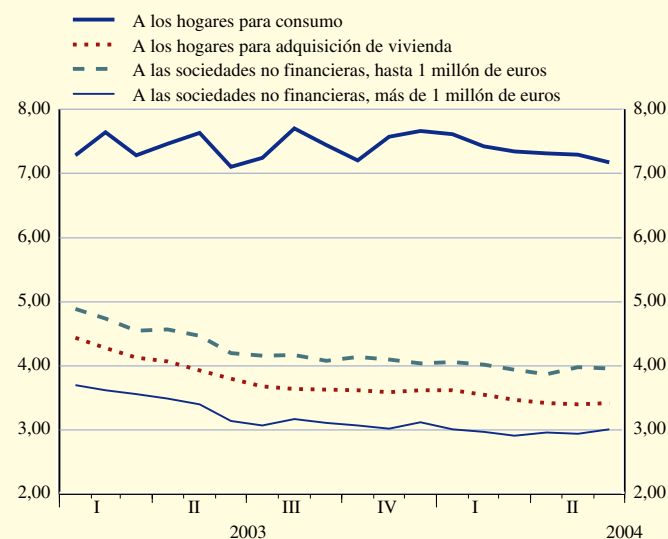
C20 Nuevos depósitos a plazo

(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)



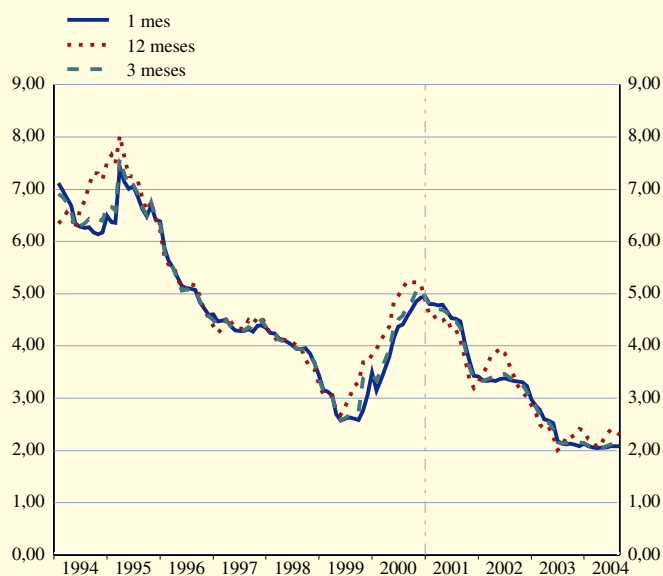
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

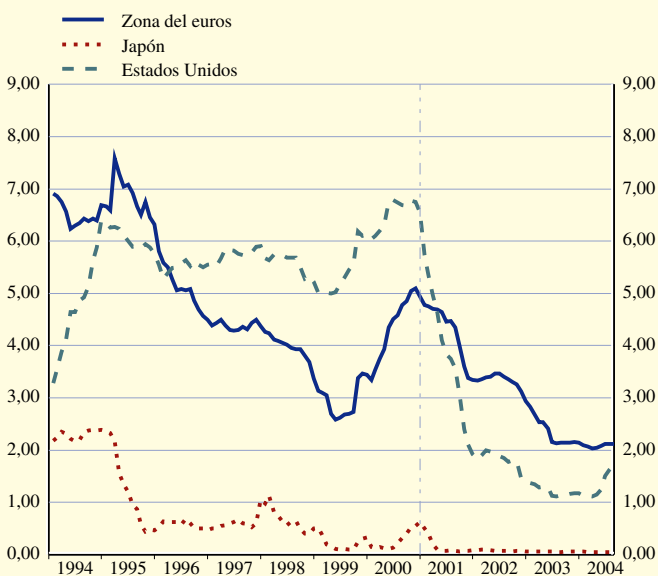
(en porcentaje; medias del período)

	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 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	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Jul	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Ago	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05

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.

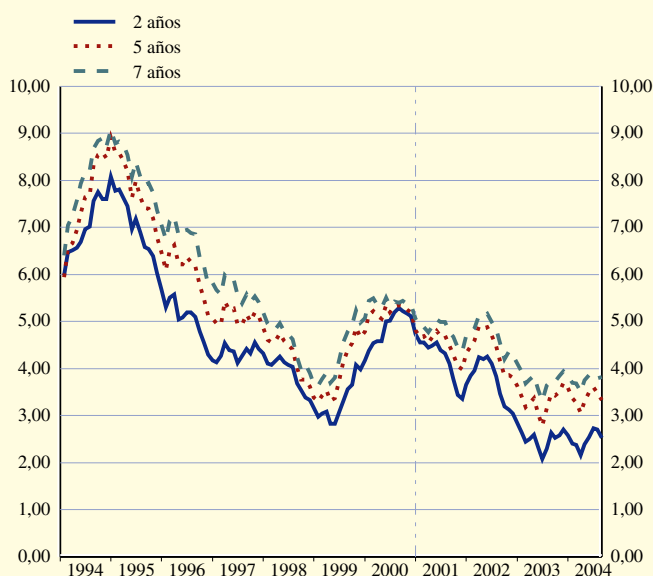
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

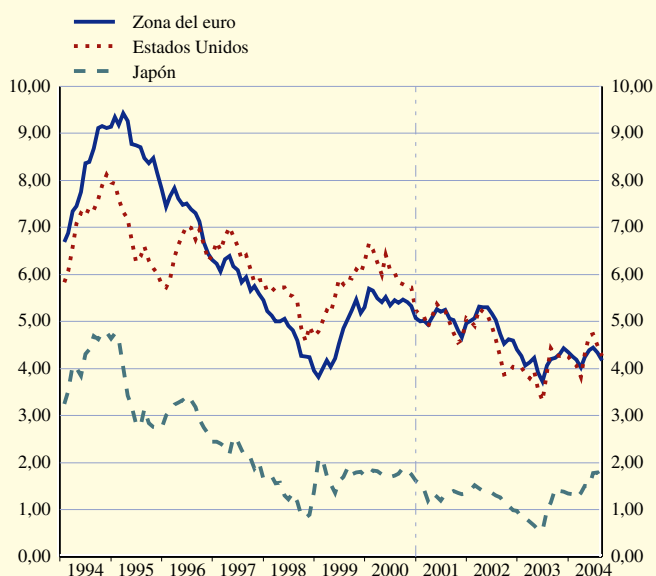
(en porcentaje; medias del período)

	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 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
Jul	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Ago	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63

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.

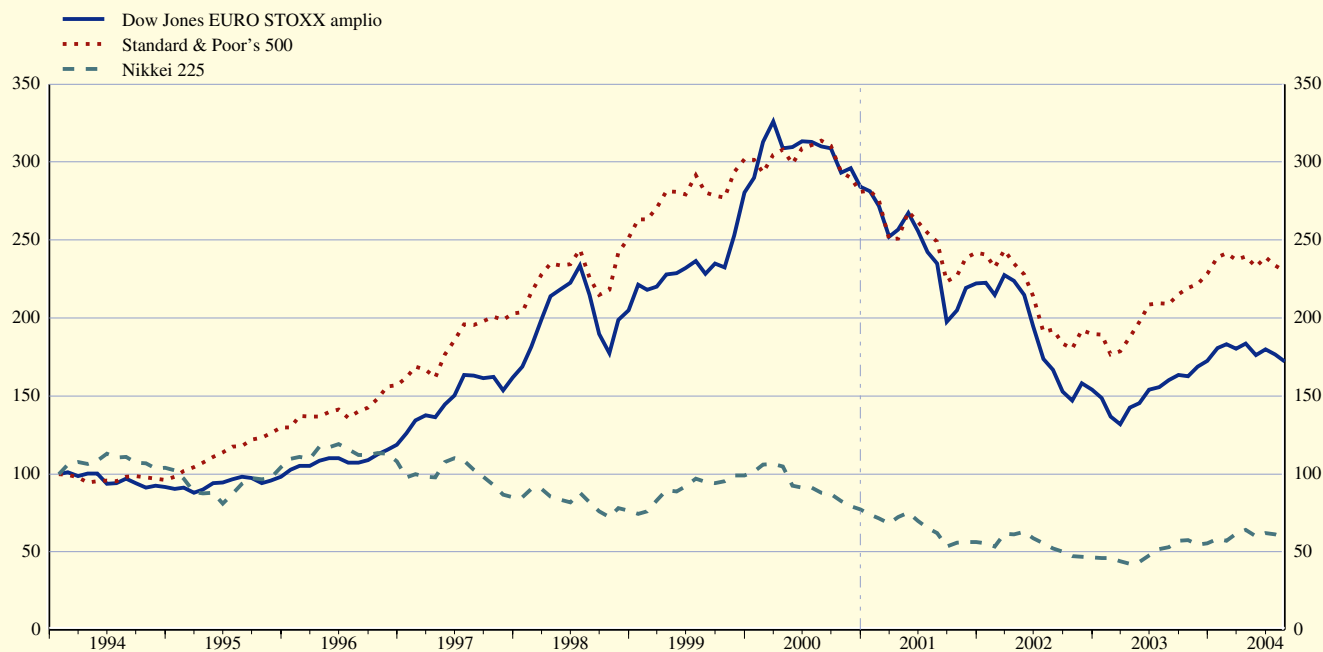
4.8 Índices bursátiles

(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	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	1.123,6	11.550,0
2003 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	1.132,9	11.527,7
Jul	245,2	2.730,4	245,5	161,7	224,4	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,9	11.390,8
Ago	238,9	2.646,9	243,7	155,4	215,0	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3

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 interanual, 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 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
II	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
2004 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	115,9	2,4	2,2	2,6	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,7	0,3
Jul	115,7	2,3	2,1	2,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,6	0,2
Ago ³⁾	.	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 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
II	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
2004 Mar	3,1	4,1	1,7	0,1	0,7	-2,0	2,3	1,9	2,7	-1,3	2,4	4,8
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
Jun	2,8	3,8	1,2	2,0	0,9	5,9	2,3	1,8	3,0	-2,0	2,5	5,0
Jul	2,6	3,8	0,7	1,8	0,7	5,9	2,5	1,9	2,9	-2,4	2,6	5,3

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 interanual, 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	1,5	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	1,6	0,2	-2,5	9,8	25,0
II	105,3	2,0	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	.	2,5	28,8	20,9	29,3
2004 Mar	104,4	0,4	1,2	1,5	0,3	1,5	0,5	1,7	-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	1,2	-	1,7	23,1	19,7	27,6
May	105,5	2,4	1,6	2,9	0,6	1,4	0,6	1,6	5,5	-	2,8	35,9	21,1	30,9
Jun	105,5	2,4	1,9	3,3	0,6	1,6	0,6	1,7	4,4	-	2,8	27,8	21,9	29,3
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	24,9	18,0	30,7
Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	25,7	10,9	34,1

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	
2000	100,0	3,2	3,6	2,0	3,0	3,6	3,7	2,2
2001	103,5	3,5	3,7	2,9	3,4	3,9	3,2	2,6
2002	107,3	3,7	3,6	4,1	3,7	3,9	3,5	2,7
2003	110,4	2,8	2,7	3,3	3,0	3,3	2,7	2,4
2003 II	110,1	3,2	3,0	3,8	3,7	3,6	3,0	2,4
III	110,7	2,8	2,6	3,3	3,0	3,1	2,8	2,4
	111,3	2,3	2,1	2,7	2,2	2,8	2,5	2,2
2004 I	112,1	2,5	2,6	2,3	2,8	2,9	2,5	2,3
II	.	.	.	.	.	.	.	2,2

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 interanual, 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					Administración pública educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2000	100,0	1,4	0,9	0,0	1,8	-0,2	3,9	1,8	
2001	102,6	2,6	2,5	2,6	4,2	0,8	3,4	2,8	
2002	104,8	2,2	-0,3	0,9	3,1	2,0	3,3	2,4	
2003	107,0	2,0	4,5	1,4	3,2	1,7	2,1	2,1	
2003 I	106,3	1,8	2,3	0,6	3,3	1,4	2,6	2,1	
II	107,1	2,5	7,2	2,7	3,5	2,2	2,7	2,0	
III	107,4	2,3	6,8	2,1	3,4	1,3	1,2	2,9	
IV	107,2	1,6	1,7	0,5	2,7	2,0	1,9	1,4	
2004 I	107,2	0,9	-6,3	0,1	2,6	0,8	1,4	1,6	
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	1,8	2,7	3,1	2,7	2,4	3,1	
2002	105,4	2,5	2,7	2,6	2,9	2,6	2,1	2,7	
2003	107,9	2,4	2,5	3,4	3,1	1,8	2,0	2,2	
2003 I	107,1	2,4	2,4	3,5	2,5	2,0	2,2	2,1	
II	107,7	2,5	4,8	3,6	3,6	2,3	2,5	1,8	
III	108,4	2,5	2,4	3,4	3,4	1,3	1,6	3,1	
IV	108,5	2,1	0,3	3,2	2,9	1,4	1,8	1,9	
2004 I	109,2	1,9	-3,9	3,4	3,4	0,9	1,3	2,1	
Productividad del trabajo ²⁾									
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9	
2001	100,2	0,2	-0,6	0,2	-1,0	1,9	-0,9	0,3	
2002	100,6	0,3	3,1	1,7	-0,2	0,6	-1,2	0,2	
2003	100,9	0,3	-1,9	2,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	
2003 I	100,8	0,6	0,1	2,9	-0,8	0,5	-0,4	0,0	
II	100,5	0,0	-2,3	0,8	0,2	0,1	-0,2	-0,2	
III	101,0	0,2	-4,1	1,3	-0,1	0,0	0,4	0,2	
IV	101,3	0,5	-1,3	2,7	0,2	-0,6	-0,1	0,5	
2004 I	101,9	1,1	2,5	3,2	0,8	0,2	-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	2,1	2,3	2,1	2,0	-0,3	-1,6
2003	107,2	2,0	1,8	2,0	2,2	1,2	-0,5	-1,1
2003 I	106,3	2,0	2,0	2,3	2,1	1,6	0,0	0,1
II	106,9	2,1	1,7	1,9	2,3	1,2	-0,7	-1,8
III	107,6	2,1	1,9	1,9	2,7	1,2	-0,8	-1,5
IV	107,9	2,0	1,7	1,9	1,6	1,0	-0,6	-1,4
2004 I	108,5	2,0	1,5	1,7	1,4	1,4	-0,9	-2,6

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	7.079,0	6.900,1	4.031,3	1.442,6	1.430,5	-4,3	179,0	2.596,4	2.417,4
2003	7.256,9	7.108,5	4.152,1	1.502,7	1.440,1	13,6	148,4	2.584,8	2.436,4
2003 II	1.803,6	1.769,7	1.033,3	374,2	358,5	3,7	33,9	636,2	602,3
2003 III	1.822,2	1.777,7	1.040,4	379,9	359,9	-2,6	44,5	649,3	604,8
2003 IV	1.835,3	1.796,0	1.046,9	379,3	363,6	6,2	39,3	654,0	614,7
2004 I	1.855,6	1.811,0	1.058,3	380,2	366,9	5,6	44,6	661,0	616,4
2004 II	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2003	100,0	98,0	57,2	20,7	19,8	0,2	2,0	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 II	-0,1	0,0	0,0	0,5	-0,1	-	-	-0,8	-0,3
2003 III	0,4	-0,1	0,2	0,7	0,1	-	-	2,3	1,0
2003 IV	0,4	0,8	0,2	0,4	0,8	-	-	0,3	1,4
2004 I	0,6	0,4	0,6	-0,2	0,2	-	-	1,5	0,9
2004 II	0,5	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>									
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	5,0	-	-	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	-0,6	-	-	0,1	1,9
2003 II	0,1	1,1	1,0	1,7	-0,2	-	-	-1,2	1,3
2003 III	0,4	0,8	0,8	1,9	-0,3	-	-	-0,2	1,0
2003 IV	0,7	1,2	0,7	2,2	0,0	-	-	0,3	1,7
2004 I	1,3	1,1	0,9	1,5	1,0	-	-	3,4	2,9
2004 II	2,0	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual 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	-0,1	0,3	-0,7	-	-
2003 II	0,1	1,1	0,5	0,4	0,0	0,2	-0,9	-	-
2003 III	0,4	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,0	-0,4	-	-
2003 IV	0,7	1,2	0,4	0,4	0,0	0,4	-0,5	-	-
2004 I	1,3	1,1	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	-	-
2004 II	2,0	.	.	.	.	.	.	-	-

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 y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.649,6	1.305,0	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,4	1.350,6	1.724,2	1.365,3	222,1	712,9
2002	6.567,4	149,0	1.432,8	362,5	1.386,5	1.803,6	1.433,0	227,6	739,3
2003	6.733,0	152,4	1.440,7	373,9	1.413,6	1.873,1	1.479,4	234,3	758,2
2003 I	1.665,2	37,5	361,3	91,8	348,2	461,0	365,4	58,0	188,6
II	1.673,3	37,5	356,0	93,0	352,5	466,4	367,9	58,7	189,0
III	1.693,2	38,3	360,4	93,8	356,1	471,1	373,5	58,8	187,9
IV	1.701,3	39,1	363,0	95,3	356,8	474,6	372,5	58,7	192,7
2004 I	1.720,8	38,8	368,0	96,5	359,1	481,3	377,2	58,7	193,5
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 I	0,1	-1,1	0,5	-0,4	-0,4	0,2	0,2	-0,2	-0,7
II	-0,1	-2,1	-1,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,7	0,0
III	0,5	-1,0	0,7	-0,1	0,7	0,6	0,3	1,0	-0,2
IV	0,3	2,1	0,5	0,2	-0,1	0,1	0,5	-0,5	0,9
2004 I	0,5	2,7	0,9	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,7	0,8
<i>tasas de variación interanual</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	3,4	2,9	1,7	4,7	0,2
2002	1,0	1,0	0,3	-1,0	1,0	1,1	2,1	-0,1	-0,6
2003	0,6	-3,6	0,0	-0,5	0,6	1,2	1,1	2,0	0,3
2003 I	0,8	-2,4	1,0	-1,7	0,6	1,2	1,3	1,8	0,3
II	0,2	-4,4	-1,0	0,0	0,4	0,8	1,0	2,5	0,8
III	0,5	-5,4	-0,6	-0,3	0,8	1,4	1,0	2,5	0,0
IV	0,8	-2,1	0,7	-0,1	0,5	1,2	1,2	1,0	0,1
2004 I	1,2	1,8	1,2	0,4	1,3	1,5	1,1	0,5	1,6
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB 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	0,8	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	0,4	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 interanual, 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	5,5	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,6	0,3	-2,0	0,8	1,3	0,7	0,3
2002	-0,4	100,0	-0,5	-0,7	0,1	-1,6	-0,4	-5,6	0,6	1,1	0,7	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	-0,1	0,3	-0,1	-0,6	-4,3	0,1	2,9	-0,2	0,0
2003 II	-0,6	99,6	-0,8	-1,4	-0,8	-1,8	-1,5	-6,2	-0,6	2,0	0,7	-1,3
III	-0,4	100,2	-0,3	-0,7	-0,6	-1,3	0,1	-3,6	0,7	2,0	0,1	-0,5
IV	0,9	101,2	1,4	1,3	1,7	1,8	-0,1	-1,6	0,1	2,7	0,5	1,4
2004 I	1,1	101,3	1,1	0,9	1,1	0,5	0,7	1,4	0,5	2,2	1,3	1,0
II	.	102,2	2,7	2,9	2,5	4,2	1,2	2,9	0,9	2,2	.	3,1
2004 Ene	1,0	101,0	0,6	0,4	1,0	-0,2	-0,1	1,3	-0,4	1,5	2,9	0,4
Feb	1,4	101,4	0,9	1,2	2,2	-0,3	0,4	1,0	0,3	0,4	5,9	1,1
Mar	0,9	101,6	1,7	1,1	0,2	1,7	1,6	1,8	1,6	4,9	-3,4	1,4
Abr	0,6	101,9	1,6	1,6	2,0	2,1	0,5	2,4	0,2	2,0	-6,4	1,7
May	2,5	102,5	3,7	3,9	3,0	5,2	2,4	4,7	2,0	3,8	-5,6	4,0
Jun	.	102,1	2,8	3,1	2,6	5,2	0,6	1,6	0,5	0,8	.	3,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Ene	-0,1	-	-0,4	-0,5	-0,6	-1,4	-0,1	1,1	-0,3	1,5	-0,3	-0,7
Feb	0,3	-	0,4	0,5	0,5	0,1	0,2	-0,4	0,3	2,4	1,0	0,4
Mar	-0,3	-	0,2	0,0	-1,0	0,9	0,2	-0,1	0,3	0,3	-5,1	0,2
Abr	0,0	-	0,3	0,5	1,3	0,8	-0,1	0,6	-0,2	-1,8	-2,2	0,5
May	0,5	-	0,6	0,7	-0,1	1,1	0,3	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,7
Jun	.	-	-0,3	-0,4	0,0	-0,4	-0,6	-1,2	-0,5	-0,8	.	-0,3

4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d.)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d.) miles ²⁾	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	4,1	100,0	2,2	1,8	2,1	1,0	4,2	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,6	1,6	1,7	1,6	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	106,0	1,9	101,7	0,1	1,0	-0,5	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	107,7	1,6	102,0	0,3	1,3	-0,6	-3,1	-0,2	912	-1,4
2003 II	107,6	1,9	102,4	1,2	1,7	-0,1	-1,8	0,2	896	-1,8
III	107,5	0,9	101,8	-0,4	1,1	-1,8	-5,0	-0,9	928	1,4
IV	107,9	1,1	101,7	-0,3	0,0	-0,5	-3,5	0,0	924	-2,4
2004 I	108,4	0,6	102,5	0,5	0,0	0,0	-1,8	2,1	912	0,9
II	108,7	0,9	102,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,6	2,0	929	3,0
2004 Ene	109,1	1,7	103,7	1,2	0,9	0,9	-0,8	3,1	905	1,1
Feb	107,9	-0,2	102,3	-0,1	-1,3	-1,0	-0,8	1,5	919	2,5
Mar	108,1	0,4	101,6	0,5	0,3	-0,1	-3,6	1,6	913	-0,6
Abr	108,9	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,2	2,0	930	4,6
May	108,1	0,7	100,6	-2,0	-1,5	-2,0	-3,6	0,2	925	4,1
Jun	109,0	1,0	102,7	1,1	0,5	1,4	1,8	3,7	931	0,6

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	93,4	-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	97,7	-7	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,8	-7	-21	10	11	80,6	-14	-4	-13	30	-9
II	100,1	-4	-16	8	11	81,0	-15	-3	-15	32	-8
2004 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	100,2	-4	-16	9	12	80,7	-14	-3	-14	31	-7
May	100,3	-5	-18	7	11	-	-16	-4	-16	33	-9
Jun	99,7	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8
Jul	100,1	-4	-12	7	8	81,3	-14	-4	-14	30	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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	-20	-29	-10	-8	-12	15	1	11	6	6	20
II	-17	-24	-9	-8	-10	15	2	11	5	11	17
2004 Feb	-21	-32	-9	-9	-11	14	-1	11	7	6	21
Mar	-19	-27	-10	-8	-12	14	1	11	5	5	22
Abr	-17	-24	-10	-6	-7	15	3	11	6	11	16
May	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
Jun	-16	-25	-6	-10	-14	16	0	10	4	11	15
Jul	-17	-26	-8	-9	-10	15	-2	11	6	12	16

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios, del 30%, el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (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 interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,6	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,428	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,276	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,978	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,187	0,2	0,1	0,2	-1,9	-1,9	-0,2	0,5	1,2	1,1
2003 I	133,946	0,0	0,1	0,0	-2,8	-1,9	-0,6	-0,2	1,6	1,4
II	134,096	0,2	0,1	0,3	-2,4	-1,9	0,2	0,4	1,0	1,4
III	134,151	0,2	0,2	0,4	-1,6	-1,9	-0,2	0,9	1,1	1,0
IV	134,255	0,2	0,2	0,3	-0,8	-2,0	-0,2	1,1	1,1	0,6
2004 I	134,283	0,2	0,2	-0,1	-1,0	-2,0	0,0	1,1	1,2	0,5
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 I	0,031	0,0	0,1	-0,2	-0,8	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3
II	0,150	0,1	0,1	0,3	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
III	0,055	0,0	0,0	0,4	0,1	-0,4	-0,4	0,4	0,4	0,0
IV	0,104	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,6	-0,1	0,3	0,7	0,1
2004 I	0,028	0,0	0,1	-0,5	-0,9	-0,5	0,1	0,2	0,4	0,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		50,2		49,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,608	8,4	8,881	7,3	2,727	16,7	5,499	7,0	6,109	10,4
2001	11,084	8,0	8,539	7,0	2,546	15,8	5,338	6,7	5,746	9,7
2002	11,806	8,4	9,181	7,4	2,626	16,4	5,841	7,3	5,966	9,9
2003	12,532	8,9	9,798	7,8	2,734	17,2	6,296	7,9	6,236	10,2
2003 II	12,562	8,9	9,813	7,8	2,749	17,2	6,310	7,9	6,252	10,2
III	12,571	8,9	9,841	7,8	2,730	17,2	6,318	7,9	6,253	10,2
IV	12,590	8,9	9,873	7,8	2,717	17,2	6,334	7,9	6,256	10,2
2004 I	12,627	8,9	9,885	7,9	2,741	17,4	6,352	7,9	6,275	10,2
II	12,712	9,0	9,957	7,9	2,755	17,5	6,396	8,0	6,316	10,2
2004 Feb	12,621	8,9	9,881	7,8	2,740	17,4	6,346	7,9	6,275	10,2
Mar	12,664	8,9	9,911	7,9	2,753	17,4	6,374	8,0	6,290	10,2
Abr	12,706	9,0	9,943	7,9	2,763	17,5	6,395	8,0	6,311	10,2
May	12,704	9,0	9,953	7,9	2,751	17,4	6,391	8,0	6,313	10,2
Jun	12,725	9,0	9,975	7,9	2,750	17,4	6,402	8,0	6,323	10,3
Jul	12,739	9,0	9,992	7,9	2,748	17,4	6,412	8,0	6,328	10,3

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 euro - recursos

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

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	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	52,2	47,7	11,2	4,8	5,8	26,0	22,8	2,3	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,4
1996	52,2	48,2	11,2	4,8	5,8	26,5	23,2	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,5
1997	50,8	47,1	11,1	4,7	5,2	26,1	23,1	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,6
1998	49,8	45,9	10,7	4,6	4,8	25,8	22,6	2,1	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	45,0
1999	49,3	45,3	10,7	4,7	4,3	25,7	22,5	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,0
2000	48,7	44,7	10,6	4,7	4,1	25,4	22,2	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,6
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 euro - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,1	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	3,0	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,7
2000	-0,9	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,2	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
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 (+)⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 0,1% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,9	16,3	10,7	41,0	56,4	30,3	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	18,0	10,1	44,1	58,7	32,9	8,7	17,1	16,2
1996	76,2	2,8	17,4	10,2	45,8	59,1	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,4	9,0	47,4	56,8	31,1	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,2	7,9	48,0	53,2	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,7	2,9	14,3	6,8	48,8	48,4	27,2	9,7	11,6	24,3
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,5	9,2	11,5	26,2
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 euro - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitado por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1994	70,7	58,9	5,3	6,0	0,6	12,3	58,4	7,3	17,9	27,1	25,8	68,4	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,1	5,6	19,0	26,8	29,2	72,8	2,1
1996	76,2	63,9	6,0	5,8	0,5	12,2	64,0	5,3	20,5	25,9	29,8	74,1	2,1
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,4	4,6	19,8	25,9	29,8	73,3	2,2
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,9
1999	72,7	61,1	6,1	5,2	0,3	9,2	63,5	3,2	15,5	27,6	29,7	70,7	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,3	62,1	2,8	15,3	28,2	26,9	68,5	1,9
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	63,7	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) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹¹⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,1	2,6	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	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	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,8	-1,3	0,5	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,1	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).
- 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).

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,2	43,7	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,4
II	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,8
III	45,2	44,8	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,4
IV	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 I	44,1	43,5	11,2	13,3	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
II	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
III	44,9	44,5	12,2	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,2
IV	51,3	50,8	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 I	43,0	42,6	10,7	13,0	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,5
II	47,7	47,3	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,1
III	44,4	44,0	11,9	12,6	15,9	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
IV	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,6	0,3	45,3
2002 I	42,7	42,3	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	46,4	45,8	12,8	12,9	15,7	2,0	1,4	0,6	0,4	41,9
III	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,5	0,3	40,5
IV	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 I	42,7	42,3	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	47,1	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,6	1,4	42,7
III	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
IV	51,2	50,1	13,6	14,7	16,8	3,2	0,7	1,1	0,3	45,4
2004 I	42,3	41,9	9,9	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,3	39,0

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión			Transf. de capital
											3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 I	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	2,0	1,3	-3,6	1,0
II	47,9	44,3	10,6	4,5	4,4	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,8
III	47,8	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
IV	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,6	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 I	46,6	43,2	10,3	4,4	4,3	24,3	21,3	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,5	1,7
II	47,1	43,6	10,5	4,5	4,0	24,6	21,4	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,3
III	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,6	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
IV	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,8	1,6	3,9	3,2	1,5	0,5	4,4
2001 I	45,9	42,6	10,2	4,1	4,1	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,3
II	47,0	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,7	4,7
III	47,0	43,3	10,2	4,5	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,4
IV	52,4	47,3	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	2,0
2002 I	46,4	43,0	10,5	4,1	3,9	24,5	21,6	1,1	3,4	2,0	1,4	-3,7	0,2
II	47,5	44,0	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,1	2,6
III	47,6	43,9	10,2	4,6	3,7	25,4	22,0	1,4	3,6	2,5	1,1	-3,1	0,6
IV	52,0	47,6	11,3	5,6	3,5	27,1	23,5	1,5	4,4	2,8	1,6	-1,4	2,1
2003 I	47,1	43,7	10,5	4,3	3,7	25,2	22,1	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,7
II	48,1	44,6	10,7	4,7	3,5	25,7	22,3	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,0	2,5
III	48,0	44,4	10,4	4,8	3,5	25,7	22,3	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,1	-0,7
IV	52,7	47,8	11,3	5,7	3,3	27,5	23,9	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,5	1,8
2004 I	46,7	43,3	10,4	4,3	3,3	25,2	21,9	1,1	3,4	2,0	1,3	-4,4	-1,0

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

- 1) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE no están incluidas. La inclusión de estas transacciones supondría, en promedio, un incremento de los recursos y empleos de aproximadamente el 0,2% del PIB. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	24,9	108,5	15,6	-43,4	-55,9	13,4	38,3	-50,5	-13,1	17,6	-13,1	-71,7	29,8	12,2
2003 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	17,3	30,7	4,3	-5,0	-12,7	7,4	24,7	-3,6	-9,6	10,5	-4,1	-13,9	13,6	-21,2
2004 I	13,3	28,1	-2,6	-5,2	-7,0	2,9	16,2	-14,0	-28,9	5,2	6,2	-6,0	9,4	-2,2
II	8,2	33,8	6,6	-15,3	-17,0	3,8	12,0	-14,5	-13,4	2,5	-1,5	1,0	-3,1	2,5
2003 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	8,0	13,4	2,0	-3,9	-3,5	1,2	9,2	-0,1	-9,2	34,1	1,6	-27,3	0,7	-9,1
Nov	3,3	8,7	0,6	0,4	-6,4	1,1	4,4	13,2	3,9	3,4	0,6	-0,2	5,5	-17,6
Dic	6,1	8,6	1,8	-1,5	-2,8	5,1	11,1	-16,7	-4,3	-27,0	-6,3	13,6	7,3	5,5
2004 Ene	-3,1	5,2	-2,0	-8,1	1,7	0,3	-2,8	-19,7	-10,6	-6,4	2,9	-2,7	-3,0	22,5
Feb	5,2	9,4	-0,4	0,9	-4,7	2,1	7,3	16,7	7,8	16,5	0,9	-17,2	8,6	-24,0
Mar	11,1	13,4	-0,2	1,9	-4,0	0,5	11,7	-11,0	-26,1	-4,9	2,4	13,8	3,7	-0,7
Abr	0,3	10,7	0,5	-6,7	-4,2	0,7	1,0	-8,5	-2,9	-3,0	0,0	0,2	-2,7	7,5
May	3,4	11,2	3,7	-5,8	-5,7	2,3	5,7	-7,1	-1,6	-24,0	-1,6	19,3	0,7	1,4
Jun	4,5	11,9	2,4	-2,8	-7,1	0,8	5,3	1,1	-8,9	29,5	0,1	-18,5	-1,1	-6,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Jun	50,3	129,4	12,0	-34,9	-56,3	16,9	67,2	-32,7	-71,0	-40,9	-4,0	61,2	21,9	-34,5

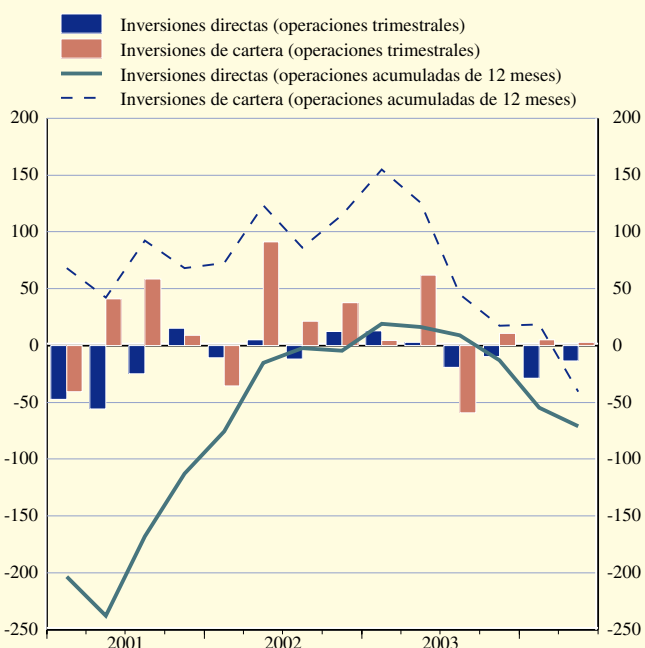
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

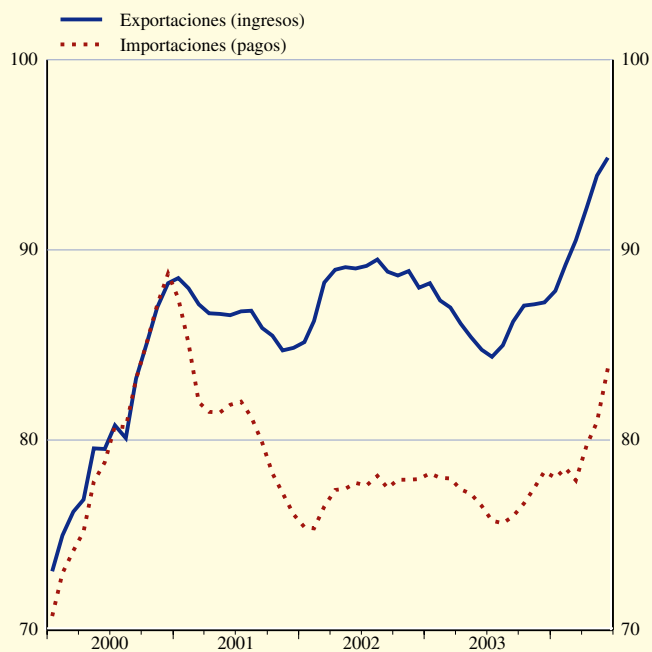
2. Cuenta corriente

(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 II	408,7	408,1	0,5	254,2	229,6	79,4	76,6	55,8	67,3	19,2	34,6
III	413,9	408,4	5,5	258,7	228,0	80,2	77,6	56,2	66,1	18,8	36,8
IV	419,9	407,9	12,0	261,8	235,1	82,4	78,3	54,6	62,7	21,1	31,8
2004 I	432,2	415,7	16,5	271,5	233,6	83,3	81,7	57,3	64,1	20,2	36,3
II	446,4	432,0	14,4	284,6	251,3	84,4	80,8	57,3	67,4	20,1	32,5
2003 Jun	134,3	134,7	-0,4	83,2	75,4	26,2	25,4	18,0	22,2	6,9	11,7
Jul	136,7	135,8	1,0	85,0	75,3	26,6	25,6	18,7	22,6	6,4	12,3
Ago	139,0	136,7	2,3	86,8	76,2	26,4	26,0	19,5	22,3	6,3	12,3
Sep	138,2	136,0	2,2	86,9	76,5	27,1	26,0	18,1	21,3	6,1	12,2
Oct	139,2	132,7	6,5	87,5	77,4	27,7	25,9	17,6	21,3	6,4	8,1
Nov	139,8	137,4	2,4	87,0	78,5	27,6	26,9	18,5	19,9	6,7	12,2
Dic	140,9	137,8	3,1	87,3	79,2	27,1	25,5	18,5	21,5	8,1	11,6
2004 Ene	141,6	136,8	4,8	89,3	76,3	27,0	26,6	18,3	21,7	7,0	12,1
Feb	145,4	140,6	4,8	91,2	80,1	28,8	28,1	19,3	20,6	6,1	11,9
Mar	145,2	138,3	6,9	91,1	77,2	27,4	27,0	19,7	21,8	7,1	12,3
Abr	147,9	139,0	8,8	94,5	81,9	27,0	26,4	20,0	21,8	6,4	9,0
May	149,9	143,9	6,0	96,2	83,7	29,4	27,0	17,8	21,5	6,6	11,8
Jun	148,6	149,1	-0,5	93,9	85,7	28,0	27,5	19,5	24,1	7,1	11,7

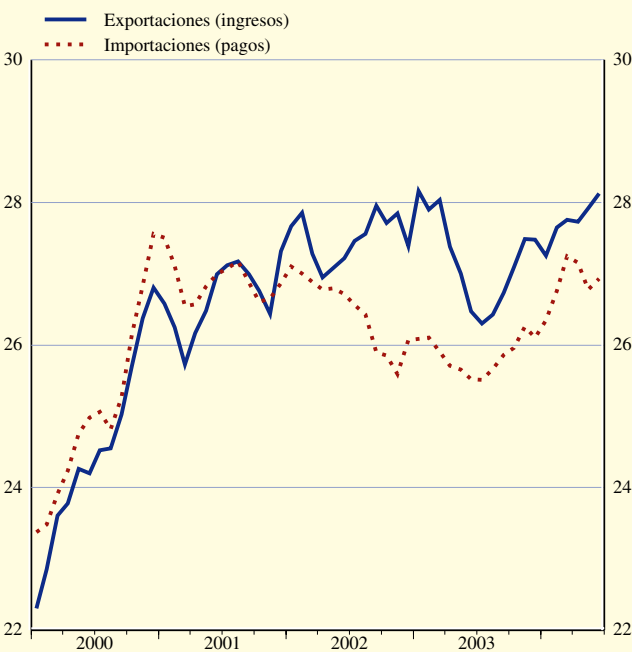
C29 Bienes

(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		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	1.664,1	1.639,3	24,9	1.036,2	927,7	326,0	310,3	221,2	264,6	80,8	136,6	23,2	9,8
2003 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	431,7	414,3	17,3	271,4	240,7	84,4	80,1	56,6	61,5	19,4	32,1	9,2	1,9
2004 I	426,5	413,2	13,3	265,1	237,1	75,0	77,6	54,6	59,9	31,7	38,7	5,1	2,2
II	446,8	438,6	8,2	286,2	252,4	84,4	77,8	61,3	76,5	14,9	31,9	5,0	1,2
2003 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	148,1	140,1	8,0	97,3	83,9	29,1	27,1	17,1	21,0	4,5	8,0	1,6	0,4
Nov	134,5	131,2	3,3	86,8	78,1	25,9	25,3	16,1	15,7	5,7	12,1	1,7	0,6
Dic	149,1	143,1	6,1	87,3	78,7	29,4	27,6	23,3	24,8	9,1	11,9	5,9	0,9
2004 Ene	138,5	141,6	-3,1	80,7	75,5	23,5	25,5	16,8	24,9	17,5	15,8	0,8	0,5
Feb	133,8	128,6	5,2	85,4	75,9	24,5	25,0	17,2	16,2	6,7	11,4	2,6	0,5
Mar	154,2	143,0	11,1	99,0	85,6	27,0	27,2	20,7	18,8	7,5	11,4	1,8	1,2
Abr	145,9	145,5	0,3	94,1	83,5	26,0	25,4	21,1	27,8	4,7	8,9	1,1	0,4
May	143,8	140,4	3,4	92,4	81,2	28,7	25,1	17,6	23,4	5,0	10,7	2,7	0,3
Jun	157,2	152,7	4,5	99,7	87,8	29,7	27,3	22,6	25,3	5,2	12,3	1,3	0,5

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	
							Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
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	221,2	264,6	14,7	5,7	206,5	259,0	51,7	54,8	42,1	46,0	9,6	8,8
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	56,6	61,5	3,8	1,5	52,8	60,0	15,8	13,9	13,0	11,1	2,8	2,9
2004 I	54,6	59,9	3,6	1,2	51,1	58,7	13,4	10,9	10,4	8,8	3,0	2,1
	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						
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	85,2	126,0	20,8	49,7	64,4	76,3	69,6	78,2				
2003 I	19,0	31,4	3,6	8,4	15,4	23,0	19,9	19,9				
II	2 3,4	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	21,2	26,3	4,7	9,7	16,6	16,6	15,7	19,8				
2004 I	21,5	30,1	4,7	9,5	16,8	20,6	16,1	17,6				

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	-118,6	-93,4	3,8	-97,2	-25,2	-0,1	-25,1	105,5	105,2	2,8	102,4	0,3	0,0	0,3
2003 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	-27,2	-18,6	2,0	-20,6	-8,7	0,2	-8,8	17,6	29,8	0,4	29,4	-12,2	0,5	-12,7
2004 I	-25,9	-19,6	-6,6	-13,0	-6,3	-0,1	-6,1	-3,0	7,1	-0,6	7,7	-10,1	-0,3	-9,7
II	-20,5	-23,4	-3,0	-20,4	2,9	0,0	2,9	7,1	8,4	0,7	7,7	-1,3	0,0	-1,2
2003 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	-11,1	-5,8	2,0	-7,8	-5,3	0,0	-5,3	1,9	6,0	0,1	5,9	-4,1	0,3	-4,4
Nov	0,6	4,1	-1,2	5,3	-3,5	0,1	-3,6	3,3	5,0	0,4	4,6	-1,8	0,1	-1,8
Dic	-16,8	-16,9	1,2	-18,1	0,1	0,1	0,1	12,5	18,8	-0,1	18,8	-6,3	0,1	-6,4
2004 Ene	-10,7	-5,3	-0,9	-4,5	-5,4	0,0	-5,4	0,1	6,7	0,2	6,5	-6,6	-0,1	-6,5
Feb	-5,5	-3,0	-1,2	-1,9	-2,4	0,0	-2,4	13,3	2,9	0,3	2,6	10,4	-0,1	10,5
Mar	-9,7	-11,3	-4,6	-6,6	1,6	-0,1	1,7	-16,4	-2,6	-1,2	-1,4	-13,8	-0,1	-13,7
Abr	-7,9	-3,1	-0,4	-2,7	-4,8	0,1	-4,8	4,9	1,6	0,2	1,4	3,3	0,0	3,2
May	-1,0	-7,4	0,2	-7,6	6,4	0,0	6,5	-0,6	3,6	0,4	3,2	-4,2	0,0	-4,2
Jun	-11,6	-12,9	-2,8	-10,1	1,3	0,0	1,3	2,8	3,2	0,1	3,0	-0,4	-0,1	-0,3

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	-283,8	301,4	-67,7	103,6	-216,1	-172,8	-43,3	197,8	191,8	6,0
2003 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	-64,3	74,8	-26,3	45,7	-38,0	-25,4	-12,6	29,1	34,6	-5,6
2004 I	-89,9	95,1	-31,3	19,9	-58,6	-46,4	-12,2	75,2	53,4	21,7
II	-61,0	63,5	-21,8	1,8	-39,2	-30,6	-8,6	61,7	64,8	-3,1
2003 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	-33,6	67,7	-15,0	22,2	-18,7	-11,7	-6,9	45,6	27,0	18,6
Nov	-20,4	23,8	-3,6	11,3	-16,7	-15,0	-1,7	12,4	12,8	-0,4
Dic	-10,3	-16,7	-7,7	12,2	-2,6	1,3	-3,9	-28,9	-5,1	-23,8
2004 Ene	-46,1	39,8	-10,4	1,1	-35,8	-18,8	-17,0	38,6	28,1	10,5
Feb	-18,3	34,8	-10,1	18,1	-8,2	-3,2	-5,0	16,7	16,3	0,4
Mar	-25,4	20,5	-10,8	0,7	-14,6	-24,4	9,7	19,8	9,0	10,9
Abr	-29,8	26,8	-2,5	-12,9	-27,3	-8,7	-18,6	39,7	27,2	12,5
May	-18,7	-5,2	-4,5	-0,2	-14,2	-16,7	2,4	-5,0	12,6	-17,6
Jun	-12,4	41,9	-14,8	14,9	2,4	-5,2	7,6	27,0	25,1	2,0

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			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	-54,7	-2,6	-52,1	-2,2	-45,4	-125,1	-0,2	-124,9	0,2	-42,6	-0,9	0,6	-1,5
2003 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	-22,7	-0,4	-22,3	-0,4	-6,9	-18,1	-0,1	-18,0	-0,2	-13,1	0,7	1,3	-0,6
2004 I	0,0	-6,0	-25,3	-0,9	-24,4	-0,5	-25,8	-20,1	-0,6	-19,5	-0,2	-7,3	-4,7	-1,1	-3,6
II	0,0	-14,9	-6,9	.	.	0,4	-8,1	-23,0	.	.	0,0	-11,3	2,8	.	.
2003 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	-10,3	-	-	-0,4	-1,7	-9,7	-	-	-0,1	-4,1	-2,8	-	-
Nov	0,0	1,4	-5,1	-	-	0,0	-8,1	-6,8	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
Dic	0,0	-0,3	-7,4	-	-	0,0	2,9	-1,7	-	-	0,0	-6,4	2,5	-	-
2004 Ene	0,0	-3,4	-7,0	-	-	0,0	-13,0	-5,8	-	-	0,1	-15,0	-2,1	-	-
Feb	0,1	-3,1	-7,0	-	-	0,0	-1,2	-2,0	-	-	-0,2	-3,6	-1,2	-	-
Mar.	0,0	0,5	-11,3	-	-	-0,4	-11,6	-12,3	-	-	0,0	11,2	-1,4	-	-
Abr	0,0	-1,1	-1,4	-	-	0,2	-3,0	-5,9	-	-	0,0	-15,6	-3,0	-	-
May	0,0	-4,2	-0,3	-	-	0,2	-4,8	-12,0	-	-	-0,2	0,5	2,2	-	-
Jun	0,0	-9,6	-5,1	-	-	0,1	-0,3	-5,0	-	-	0,2	3,8	3,6	-	-

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				
															Efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	-236,5	164,9	-0,8	12,0	-1,3	-	-3,6	-152,8	133,8	-55,6	56,9	-97,2	76,9	-81,6	-	22,6
2003 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	-73,2	59,3	-0,7	-0,6	2,7	-	-4,6	-71,5	53,8	-16,6	18,2	-54,8	35,6	-3,7	-	10,7
2004 I	-180,8	174,8	-0,6	-1,2	-0,3	-0,2	-6,4	-158,9	158,9	-20,3	3,0	-138,6	155,9	-20,9	-18,5	23,4
II	-21,5	22,5	0,4	1,9	-4,2	-3,9	1,8	-9,0	25,8	-8,2	2,9	-0,8	22,9	-8,8	8,5	-6,9
2003 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	-51,4	24,1	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,7	25,7	-5,8	-2,0	-34,9	27,8	-11,6	-	-0,5
Nov	-35,7	35,5	0,4	-2,8	1,1	-	1,5	-34,7	27,9	-6,0	10,0	-28,7	17,9	-2,4	-	8,9
Dic	13,9	-0,3	-0,9	1,3	0,5	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,8	-10,0	10,3	-	2,3
2004 Ene	-71,2	68,5	-0,4	2,6	-1,5	-1,5	-4,5	-63,0	76,9	-4,8	5,3	-58,2	71,6	-6,2	-4,8	-6,4
Feb	-29,3	12,1	-0,3	-4,3	1,8	1,6	-0,3	-25,1	17,0	-8,7	0,0	-16,4	17,0	-5,7	-5,3	-0,3
Mar.	-80,3	94,2	0,0	0,5	-0,5	-0,3	-1,5	-70,8	65,1	-6,8	-2,3	-64,0	67,4	-9,0	-8,5	30,2
Abr	-55,5	55,6	0,6	0,6	-1,0	-0,8	-0,2	-53,1	55,3	-8,3	-2,1	-44,9	57,4	-1,8	5,4	-0,1
May	13,3	6,0	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	16,4	10,8	1,9	2,8	14,5	7,9	-3,1	3,9	-5,2
Jun	20,6	-39,1	0,0	1,4	-3,4	-3,3	1,5	27,8	-40,3	-1,8	2,2	29,6	-42,5	-3,8	-0,8	-1,7

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

9. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	0,6	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-1,2	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,2
2003	-0,8	0,0	12,1	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-0,9	0,0	-3,9	0,3
2003 I	-0,6	0,0	2,0	0,0	0,0	-1,2	-	-	-0,5	0,0	-8,2	-0,1
II	0,2	0,0	4,9	0,0	0,0	-1,7	-	-	-0,3	0,0	3,6	0,3
III	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
IV	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	2,7	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 I	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,8	0,0	-6,1	-0,3
	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-215,1	-14,0	222,2	10,2	-3,5	-30,2	-	-	-8,9	1,3	18,7	5,2
2002	-162,2	-3,8	30,6	-2,8	-3,5	-58,4	-	-	-1,5	-3,0	25,9	5,9
2003	-150,7	-2,1	136,5	-2,7	-4,8	-63,8	-	-	-13,0	7,9	13,7	1,0
2003 I	-63,8	-1,9	59,7	0,5	-1,3	-47,9	-	-	-5,8	5,1	22,7	1,2
II	-103,9	0,7	28,5	-1,6	-1,1	-18,5	-	-	-7,5	-0,2	-7,2	6,4
III	87,9	-0,2	-5,7	-1,3	-1,3	4,7	-	-	0,9	0,9	-11,5	-5,4
IV	-70,9	-0,6	54,0	-0,2	-1,1	-2,1	-	-	-0,5	2,1	9,7	-1,1
2004 I	-156,4	-2,6	157,4	1,6	-2,8	-16,3	2,2	-18,5	-1,7	4,9	18,2	0,4

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	22,6	7,3	0,1	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	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 I	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,8	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0

Fuente: BCE.

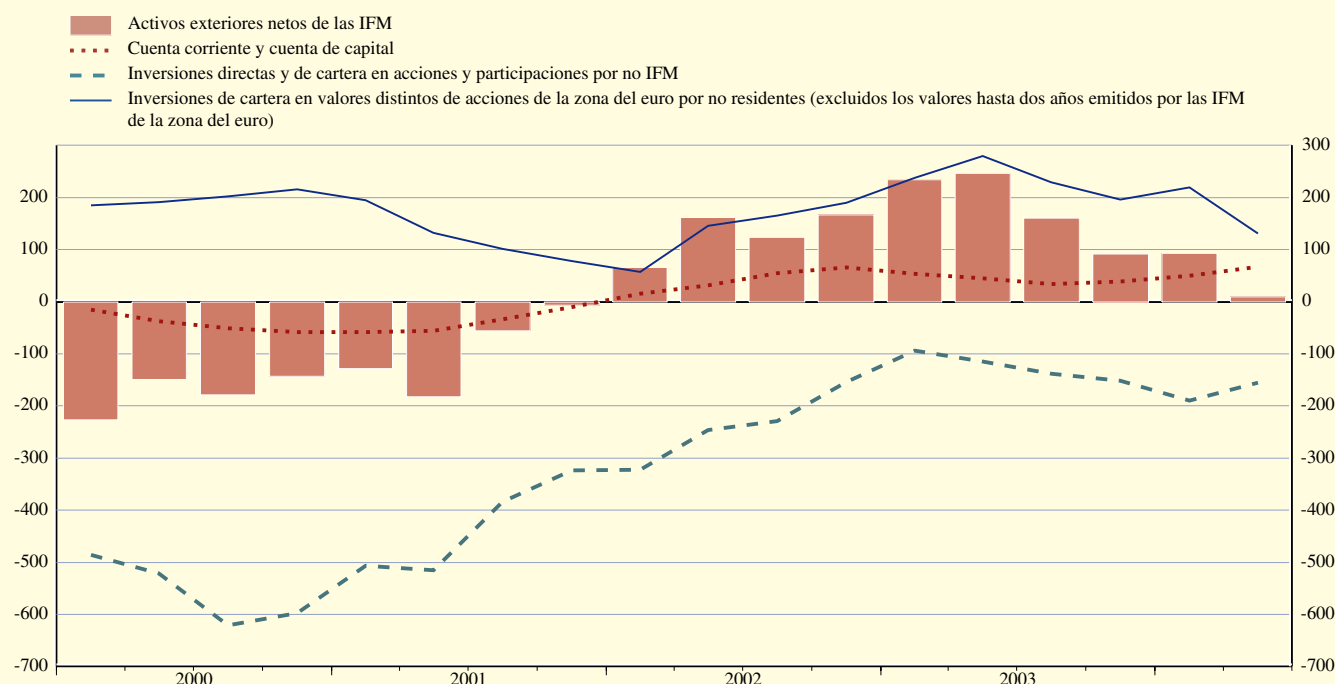
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones ¹⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,5	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-6,9
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	190,3	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,0	166,7
2003	38,3	-122,3	105,5	-180,7	108,5	196,3	-83,0	19,0	-13,1	12,2	80,7	91,6
2003 II	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	29,3	140,2	-29,2	2,8	-1,4	37,0	89,9	91,0
III	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,3	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,8	-49,7
IV	24,7	-29,4	17,1	-40,1	41,9	16,2	-1,0	6,1	-4,1	-21,2	10,2	14,8
2004 I	16,2	-19,1	-2,7	-50,1	3,9	68,7	-21,2	17,1	6,2	-2,2	16,9	37,1
II	12,0	-17,5	7,1	-27,1	1,8	51,8	-13,0	-5,2	-1,5	2,5	11,0	6,9
2003 Jun	3,7	-4,8	11,1	-33,6	10,3	53,2	6,3	-9,3	-0,2	22,8	59,4	57,7
Jul	3,6	-8,5	5,9	-20,1	10,0	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,0	-38,1
Ago	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,3	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-35,6	-31,5
Sep	5,9	-18,1	8,3	-11,5	18,5	20,0	-0,8	-1,7	0,4	1,0	21,8	19,9
Oct	9,2	-13,1	1,6	-22,7	17,3	38,0	-10,5	-2,5	1,6	-9,1	9,8	9,2
Nov	4,4	1,7	3,2	-10,8	10,9	10,5	-1,4	10,4	0,6	-17,6	11,9	18,1
Dic	11,1	-18,0	12,3	-6,6	13,6	-32,3	10,8	-1,8	-6,3	5,5	-11,6	-12,4
2004 Ene	-2,8	-9,8	0,2	-14,9	-6,7	36,6	-7,8	-10,9	2,9	22,5	9,3	23,9
Feb	7,3	-4,3	13,4	-10,2	18,1	12,4	-3,9	-0,6	0,9	-24,0	9,1	6,6
Mar	11,7	-5,0	-16,3	-25,0	-7,4	19,7	-9,5	28,6	2,4	-0,7	-1,5	6,6
Abr	1,0	-7,6	4,9	-10,4	-15,1	32,6	-2,9	-0,3	0,0	7,5	9,7	8,3
May	5,7	-1,2	-0,6	-10,1	2,2	-6,8	-2,9	-4,7	-1,6	1,4	-18,5	-20,1
Jun	5,3	-8,8	2,9	-6,6	14,7	26,0	-7,2	-0,2	0,1	-6,4	19,8	18,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2004 Jun	67,2	-96,8	35,0	-163,7	74,9	130,8	-31,1	7,4	-4,0	-34,5	-14,8	9,0

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.)				Pro memoria: Manufacturas	Importaciones (c.i.f.)				Pro memoria:		
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Bienes de equipo		Bienes de consumo	Total			Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2000	21,7	29,5	1.002,1	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,8	591,0	182,9	220,8	743,7	122,7	
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,3	579,0	178,8	228,3	740,5	107,7	
2002	2,0	-3,0	1.083,5	512,4	227,8	309,3	948,7	984,4	559,2	163,3	234,2	717,0	105,2	
2003	-2,6	-0,1	1.054,9	496,0	220,1	297,5	917,9	982,3	548,3	160,6	237,9	708,5	108,0	
2003 I	-1,0	3,6	265,3	125,3	54,7	75,2	230,6	249,1	142,2	40,9	58,4	177,7	29,5	
II	-5,9	-2,9	257,4	121,9	52,4	72,5	224,7	242,6	134,0	39,4	59,5	176,7	25,0	
III	-2,6	-1,8	263,8	124,6	55,8	74,3	231,3	242,3	134,9	38,8	59,5	175,1	26,7	
IV	-0,8	0,8	268,3	124,3	57,2	75,4	231,3	248,2	137,3	41,5	60,5	179,0	26,7	
2004 I	4,7	-0,2	276,6	129,9	58,2	75,2	241,0	249,3	136,3	40,9	61,6	181,1	26,1	
II	11,4	8,3	286,1	117,0	51,5	68,8	245,4	260,7	122,8	36,4	54,0	184,5	.	
2004 Ene	-2,8	-6,6	90,2	42,2	18,8	24,3	79,1	81,7	44,5	13,2	20,4	60,2	8,5	
Feb	3,1	0,9	92,9	43,4	19,9	25,1	80,7	83,8	46,0	14,2	20,5	60,8	8,0	
Mar	13,1	5,2	93,5	44,3	19,5	25,8	81,1	83,8	45,9	13,5	20,7	60,1	9,6	
Abr	10,1	5,4	95,5	45,0	20,0	26,1	83,4	86,4	47,4	14,9	20,7	61,8	8,9	
May	8,5	5,0	94,7	44,1	19,2	25,9	80,3	85,6	46,9	13,9	20,2	60,9	8,9	
Jun	15,4	14,8	95,8	28,0	12,4	16,8	81,7	88,8	28,5	7,5	13,1	61,8	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2001	5,2	-0,8	105,0	102,1	108,3	108,0	105,5	98,9	99,3	96,3	100,6	98,0	99,4	
2002	2,9	-0,5	108,0	105,1	105,6	115,3	108,4	98,5	99,0	90,2	104,4	96,7	100,7	
2003	0,7	3,3	108,7	104,8	106,3	114,3	108,6	101,6	99,7	94,4	109,4	99,6	103,2	
2003 I	1,9	3,9	107,8	104,3	103,8	114,4	107,5	100,1	99,1	94,7	106,8	98,3	96,2	
II	-2,2	2,4	106,2	103,1	101,6	111,7	106,3	101,7	99,4	93,2	109,5	99,5	103,7	
III	0,6	1,7	109,2	105,9	108,3	114,6	109,9	101,0	99,4	91,5	109,4	98,9	108,6	
IV	2,6	4,8	111,5	105,8	111,4	116,5	110,5	103,6	101,0	98,3	112,0	101,5	104,3	
2004 I	7,6	4,6	115,6	111,3	114,3	116,6	115,6	105,0	100,3	99,1	115,5	103,5	100,4	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	0,1	-1,4	113,0	108,6	109,9	113,3	113,8	103,3	98,8	95,9	114,3	103,3	99,1	
Feb	6,5	6,2	116,9	111,9	117,3	116,7	116,6	106,2	101,7	103,5	115,8	104,3	93,0	
Mar	15,7	9,0	117,0	113,5	115,7	119,7	116,5	105,6	100,3	98,0	116,4	102,9	109,0	
Abr	11,2	6,0	118,7	114,7	117,0	119,9	119,2	107,4	102,2	107,0	115,8	104,8	98,1	
May	8,4	0,6	117,1	112,0	112,0	118,7	114,6	104,5	98,0	99,9	112,5	102,6	94,4	
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	99,9	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	88,6	
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	85,7	
2003 I	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	100,0	98,0	97,3	97,3	94,5	99,1	97,2	100,2	
II	-3,7	-5,2	96,7	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,3	92,4	98,4	95,5	78,7	
III	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,2	93,8	91,9	92,7	98,5	95,3	80,4	
IV	-3,3	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,6	93,7	92,1	92,5	97,9	94,9	83,4	
2004 I	-2,8	-4,5	95,5	94,8	94,0	98,2	95,2	92,8	92,1	90,3	96,6	94,1	84,9	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	-2,8	-5,2	95,6	94,7	94,6	97,9	95,4	92,8	91,5	90,4	96,8	94,0	84,1	
Feb	-3,2	-4,9	95,2	94,5	94,1	98,1	94,9	92,6	91,9	90,2	96,4	94,0	84,3	
Mar	-2,2	-3,5	95,7	95,2	93,4	98,6	95,5	93,1	92,9	90,3	96,7	94,4	86,2	
Abr	-1,0	-0,6	96,4	95,6	94,6	99,3	96,0	94,3	94,3	91,6	97,0	95,2	88,4	
May	0,1	4,3	96,9	96,0	94,9	99,7	96,0	96,0	97,3	91,5	97,5	95,9	92,8	
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	África	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	1.002,1	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,5	153,6	56,5	47,0	126,4
2001	1.062,3	202,4	37,0	24,4	105,9	66,3	180,2	34,5	165,4	60,5	49,8	136,2
2002	1.083,5	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,6	43,4	148,7
2003	1.054,9	193,0	38,5	24,8	117,3	63,2	166,1	31,2	170,3	59,2	37,8	154,3
2003 I	265,3	48,9	9,6	6,3	28,5	16,5	43,1	7,7	42,6	14,6	10,4	37,6
II	257,4	47,1	9,5	6,1	29,0	15,6	40,3	7,6	41,3	14,4	9,5	37,6
III	263,8	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,3	7,8	43,4	15,2	9,1	39,5
IV	268,3	48,9	9,8	6,1	29,6	15,8	41,3	8,1	43,0	15,0	8,9	39,6
2004 I	276,6	48,9	9,9	6,1	31,3	15,5	42,4	8,4	46,4	15,1	9,6	42,8
II	286,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	90,2	16,0	3,3	2,1	10,3	5,2	13,6	2,8	15,5	5,0	3,3	14,4
Feb	92,9	16,9	3,3	2,0	10,4	5,1	14,3	2,8	15,6	5,0	3,1	13,0
Mar	93,5	16,0	3,3	2,0	10,6	5,2	14,5	2,8	15,3	5,1	3,1	15,4
Abr	95,5	16,6	3,4	2,2	10,9	5,5	14,7	2,7	15,8	5,3	3,3	.
May	94,7	16,1	3,4	2,2	10,8	5,4	14,4	2,6	15,5	5,2	3,4	.
Jun	95,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,3	3,6	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,6
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,8	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,2
2001	1.014,3	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	140,4
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,7	67,8	39,4	140,0
2003	982,3	137,1	36,6	23,0	102,0	50,5	110,2	52,1	215,2	68,5	39,5	148,4
2003 I	249,1	35,6	9,1	5,9	24,8	13,1	28,2	13,3	53,2	18,4	9,7	37,7
II	242,6	34,1	9,1	5,8	25,1	12,6	28,1	13,1	52,9	16,9	9,6	36,4
III	242,3	33,6	9,1	5,6	25,1	12,4	27,3	12,7	53,0	16,7	9,7	36,7
IV	248,2	33,8	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	13,0	56,1	16,5	10,5	37,5
2004 I	249,3	33,4	9,3	5,9	27,3	12,6	25,9	13,3	55,1	16,4	10,5	38,4
II	260,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	81,7	11,2	3,0	1,8	9,1	4,2	8,7	4,4	17,6	5,5	3,4	12,0
Feb	83,8	11,3	3,1	2,0	9,2	4,2	8,7	4,4	18,6	5,2	3,5	12,6
Mar	83,8	10,9	3,1	2,1	9,1	4,2	8,6	4,5	18,9	5,7	3,6	13,8
Abr	86,4	11,4	3,1	1,9	9,7	4,3	10,0	4,3	20,3	5,1	3,6	.
May	85,6	11,4	3,1	1,9	9,2	4,3	9,4	4,2	20,5	5,6	3,4	.
Jun	88,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
Saldo												
2000	-21,7	29,5	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,4	-17,2	6,7	-6,9
2001	48,0	47,9	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-4,3
2002	99,1	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,2	4,0	8,7
2003	72,6	55,9	1,9	1,8	15,3	12,7	55,9	-20,9	-44,9	-9,3	-1,7	5,9
2003 I	16,2	13,3	0,4	0,4	3,7	3,5	15,0	-5,6	-10,6	-3,8	0,6	-0,1
II	14,8	13,0	0,4	0,3	3,9	3,0	12,2	-5,5	-11,6	-2,4	-0,1	1,2
III	21,5	14,4	0,5	0,7	5,1	2,8	14,0	-4,9	-9,6	-1,5	-0,6	2,8
IV	20,1	15,1	0,5	0,4	2,6	3,4	14,8	-4,9	-13,1	-1,5	-1,6	2,0
2004 I	27,3	15,4	0,7	0,2	4,0	2,9	16,5	-4,9	-8,8	-1,3	-1,0	4,4
II	25,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ene	8,5	4,8	0,3	0,3	1,2	1,1	4,9	-1,6	-2,2	-0,5	-0,1	2,4
Feb	9,1	5,5	0,2	0,0	1,3	0,9	5,6	-1,6	-3,0	-0,2	-0,4	0,4
Mar	9,7	5,1	0,2	0,0	1,5	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,6	-0,5	1,6
Abr	9,2	5,2	0,3	0,3	1,1	1,2	4,7	-1,6	-4,6	0,2	-0,4	.
May	9,1	4,8	0,2	0,2	1,6	1,1	5,0	-1,6	-5,1	-0,4	0,0	.
Jun	7,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

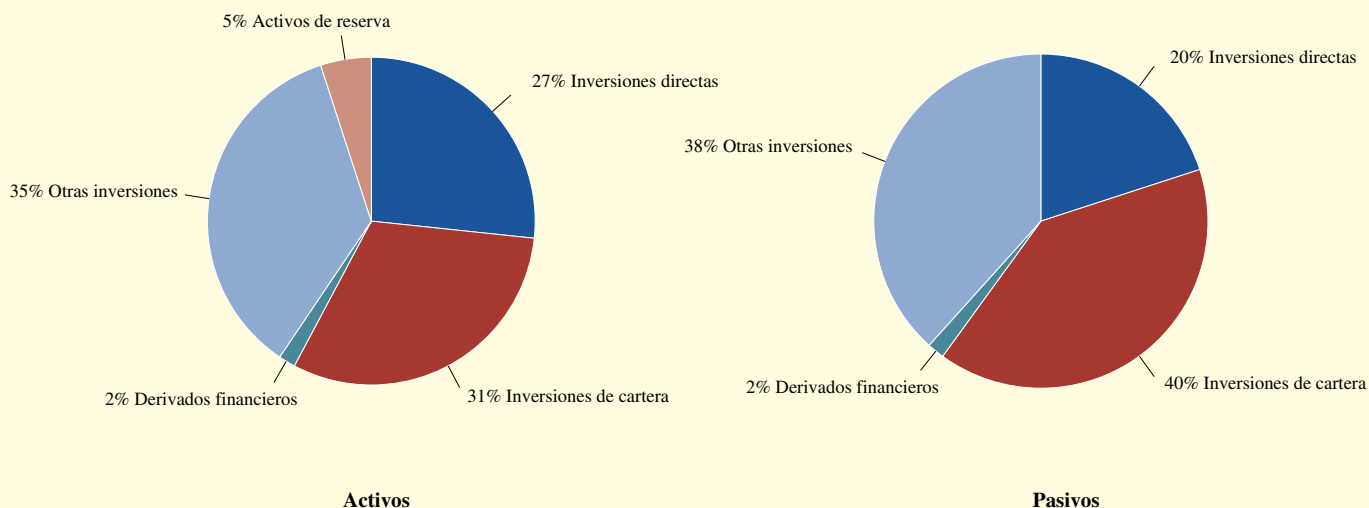
7.4 Posición de inversión internacional

(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	IFM 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 pre-terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
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 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
Jun	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
Jul	301,3	127,5	392,221	4,6	22,1	147,1	9,8	27,1	110,2	-	-	-	0,1	0,0	19,6	-9,5
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 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
Jun	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
Jul	38,0	8,0	24,656	0,2	0,0	29,8	1,4	4,6	23,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-1,0

Fuente: BCE.

TIPOS DE CAMBIO

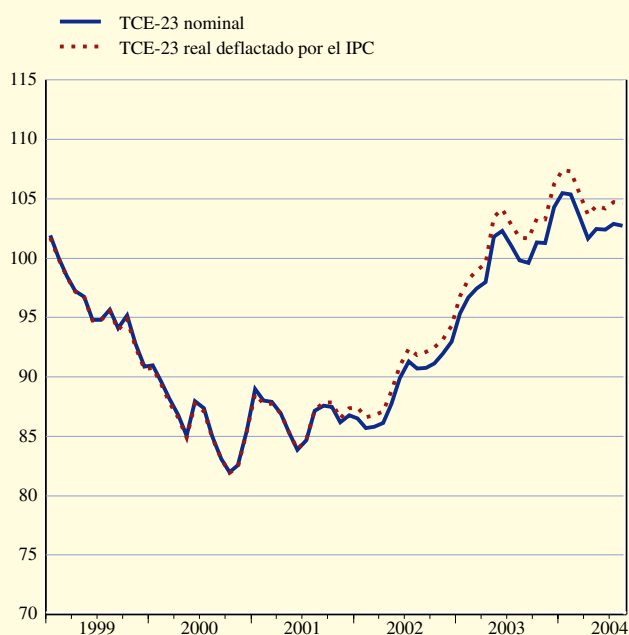
8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflador del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	86,7	86,8	88,4	86,7	86,3	85,2	90,4	87,0
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	88,4	88,2	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,1	101,6	99,7	99,3	106,6	101,6
2003 II	100,7	102,4	103,1	102,4	101,0	100,1	107,3	102,2
III	100,2	102,1	102,2	101,9	100,4	100,1	106,4	101,5
IV	102,3	104,3	104,1	104,3	102,1	101,2	109,1	103,9
2004 I	104,7	106,7	106,4	106,8	104,0	103,6	111,6	106,1
II	102,2	104,1	103,6	.	.	.	109,1	103,7
2003 Ago	99,8	101,8	101,8	.	.	.	106,0	101,2
Sep	99,6	101,7	101,5	.	.	.	105,9	101,1
Oct	101,3	103,3	103,1	.	.	.	108,0	102,9
Nov	101,3	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
Dic	104,3	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,9
2004 Ene	105,5	107,4	107,0	.	.	.	112,5	106,9
Feb	105,4	107,3	106,9	.	.	.	112,3	106,8
Mar	103,5	105,4	105,2	.	.	.	110,2	104,7
Abr	101,7	103,7	103,2	.	.	.	108,3	103,0
May	102,5	104,4	103,9	.	.	.	109,5	104,1
Jun	102,4	104,2	103,7	.	.	.	109,6	103,9
Jul	102,9	104,7	104,1	.	.	.	110,1	104,3
Ago	102,7	104,5	103,9	.	.	.	109,9	104,0
	<i>% de variación sobre mes anterior</i>							
2004 Ago	-0,2	-0,2	-0,2	.	.	.	-0,1	-0,2
	<i>% de variación sobre año anterior</i>							
2004 Ago	2,9	2,7	2,0	.	.	.	3,7	2,8

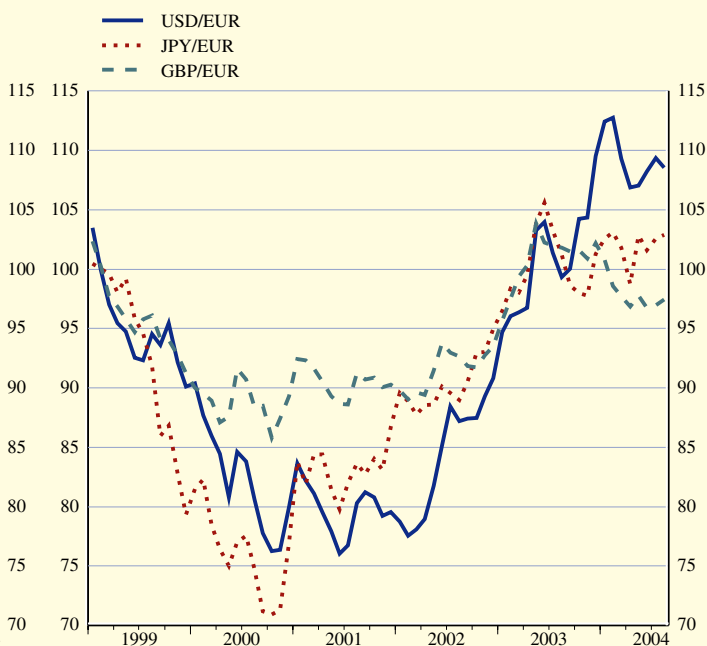
C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estado-unidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won sur-coreano	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 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
Jul	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
Ago	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
	% variación sobre mes anterior														
2004 Ago	-0,7	0,5	0,3	0,8	-0,1	-0,8	-0,7	0,0	-0,5	-1,3	-1,7	0,1	-0,7	-1,9	4,5
	% variación sobre mes anterior														
2004 Ago	9,3	-4,3	1,6	-0,1	-0,6	7,4	9,3	0,1	6,9	2,8	0,9	0,2	-1,9	-2,8	-4,7

	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 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
Jul	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1.784,116
Ago	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1.799,918
	% variación sobre mes anterior												
2004 Ago	-0,6	0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,2	0,0	-0,8	0,0	0,5	0,0	0,0	0,9
	% variación sobre mes anterior												
2004 Ago	-1,3	-2,0	0,0	-4,1	0,0	3,0	-0,1	1,4	2,1	-4,4	0,5	10,2	15,1

Fuente: BCE.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	2,6	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	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2003 IV	0,8	1,3	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	2,3	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	2,5	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
II	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
2004 Mar	2,1	0,4	0,7	0,1	4,7	-0,9	6,6	2,1	1,8	3,5	7,9	0,4	1,1
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
May	2,6	1,1	3,7	1,2	6,1	1,0	7,8	3,1	3,5	3,9	8,2	1,5	1,5
Jun	2,7	0,9	4,4	2,4	6,1	1,0	7,5	3,3	4,3	3,9	8,1	1,2	1,6
Jul	3,1	1,1	4,0	2,9	6,7	1,8	7,2	3,1	4,7	3,7	8,3	1,2	1,4
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													
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
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
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
May	4,88	4,46	-	5,17	4,95	4,46	8,25	4,65	7,32	4,77	5,13	4,68	5,15
Jun	5,02	4,53	-	5,49	4,93	4,47	8,55	4,65	7,27	4,69	5,09	4,72	5,24
Jul	5,11	4,62	-	6,58	4,89	4,58	8,47	4,65	7,44	4,65	5,03	4,57	5,14
Tipo de interés a 3 meses en porcentaje, media del período													
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
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
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
May	2,16	2,20	2,61	5,16	4,47	2,70	-	2,90	5,99	4,76	4,91	2,14	4,53
Jun	2,33	2,21	2,42	5,30	3,94	2,68	11,10	2,90	5,91	4,46	4,33	2,15	4,79
Jul	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,90	6,34	4,03	3,96	2,15	4,86
PIB real													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,7	1,3	3,4	4,4	2,1	1,8
2003	3,1	0,5	5,1	2,0	7,5	9,0	2,9	.	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 IV	3,3	1,4	6,2	2,9	7,5	10,6	3,6	.	.	2,5	4,7	2,3	2,9
2004 I	3,1	1,5	6,8	3,4	8,8	7,7	4,2	.	.	3,7	5,5	2,6	3,4
II	.	2,5	.	.	6,9	.	.	.	.	.	.	3,3	3,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,1	-9,9	-4,7	-6,8	-4,8	-6,8	-0,9	-2,6	1,4	-7,6	4,7	-1,6
2003	-6,5	2,8	-12,7	-3,4	-8,3	-6,5	-9,0	-5,2	-2,0	0,1	-0,5	6,3	-1,7
2003 III	-7,4	4,2	-9,8	9,4	-9,5	-4,6	-7,7	2,1	-1,1	1,9	0,8	6,6	-2,1
IV	-10,0	1,5	-15,9	-4,9	-9,0	-9,7	-9,1	.	-1,3	-0,7	-0,6	6,5	-1,7
2004 I	-2,6	3,0	-10,8	-12,6	-9,0	-8,9	-9,8	.	-1,4	0,8	1,7	7,8	-0,9
Coste laborales unitarios													
2002	-	1,8	4,1	-	-0,4	-12,5	9,0	-	-	6,5	4,1	0,8	3,1
2003	-	2,2	4,6	-	4,9	0,2	.	-	-	.	7,2	0,5	.
2003 III	-	2,4	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
IV	-	1,0	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 I	-	2,1	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
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 IV	8,2	5,9	9,7	4,6	10,5	12,1	5,8	8,7	19,1	6,5	16,6	6,0	4,9
2004 I	8,6	5,9	9,4	4,7	10,6	11,7	5,9	8,9	19,1	6,4	16,5	6,2	4,7
II	8,7	5,9	9,1	4,3	10,6	11,4	5,9	8,9	18,9	6,4	16,2	6,5	.
2004 Mar	8,7	5,9	9,3	4,7	10,6	11,6	5,9	8,9	19,0	6,4	16,5	6,3	4,7
Abr	8,7	5,9	9,2	4,4	10,7	11,5	5,9	8,9	18,9	6,4	16,4	6,3	4,7
May	8,7	5,9	9,1	4,2	10,6	11,4	5,9	8,9	18,9	6,3	16,3	6,6	4,7
Jun	8,8	5,8	9,0	4,4	10,6	11,4	5,9	8,8	18,8	6,3	16,1	6,5	.
Jul	8,8	5,9	8,8	4,5	10,6	11,3	5,9	8,7	18,8	6,2	15,9	6,4	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

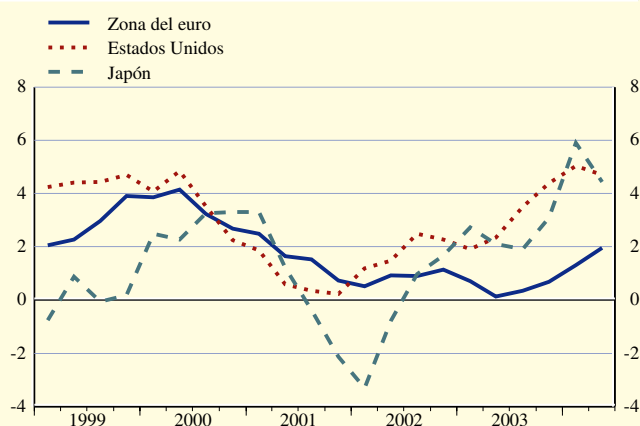
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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	1,6	44,2
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	43,4
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,6
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,9
2003 II	2,1	3,4	2,3	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,0
III	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,4
IV	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,9
2004 I	1,8	1,6	5,0	3,2	5,6	4,3	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,7
II	2,9	0,0	4,7	5,8	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	.	.
2004 Abr	2,3	-	-	5,5	5,6	5,4	1,15	4,32	1,1985	-	-
May	3,1	-	-	6,0	5,6	6,0	1,25	4,70	1,2007	-	-
Jun	3,3	-	-	5,7	5,6	5,8	1,50	4,73	1,2138	-	-
Jul	3,0	-	-	5,5	5,5	4,8	1,63	4,48	1,2266	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	1,73	4,27	1,2176	-	-
Japón											
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,5	126,9
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
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	5,9	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	.	4,4	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
2004 Abr	-0,4	-7,6	-	8,7	4,7	2,0	0,05	1,51	129,08	-	-
May	-0,5	-4,5	-	4,6	4,6	2,0	0,05	1,49	134,48	-	-
Jun	0,0	.	-	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	-	-
Jul	-0,1	.	-	5,9	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
Ago	.	.	-	.	.	.	0,05	1,63	134,54	-	-

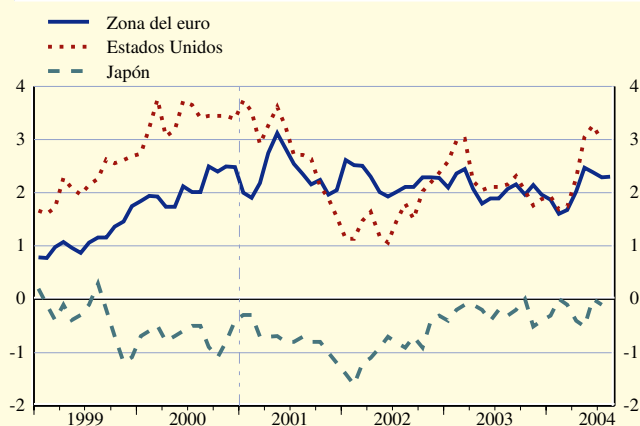
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5, 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

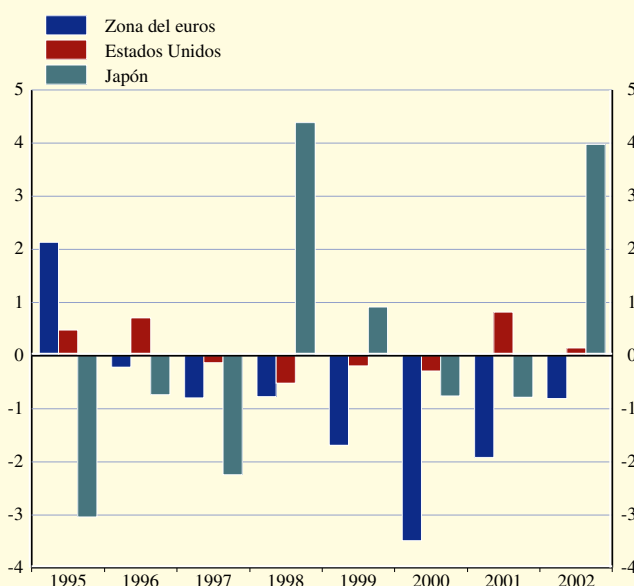
(en porcentaje del PIB)

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	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,8	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	.	-0,8	.	-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

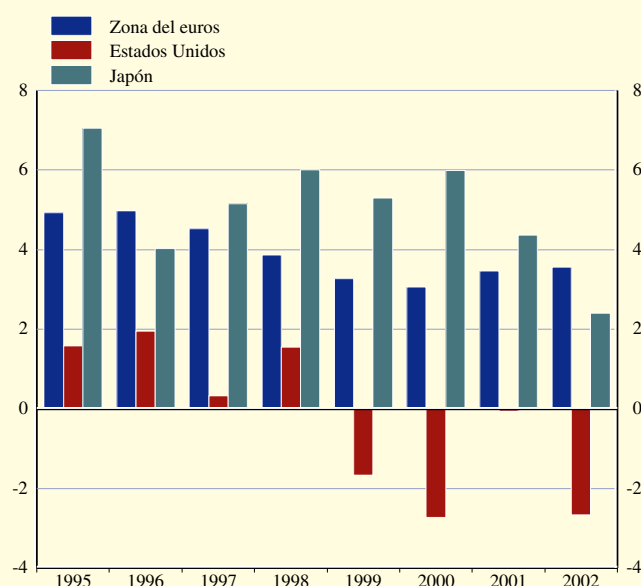
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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 por sector emisor	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S35
C18	Tasas de crecimiento interanual 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	S55
C28	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C29	Bienes	S56
C30	Servicios	S56
C31	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S61
C32	Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002	S64
C33	Tipos de cambio efectivo	S67
C34	Tipos de cambio bilaterales	S67
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S70
C36	Índices de precios de consumo	S70
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S71
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S71



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

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

Por último, la media móvil de tres meses 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

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».

de la zona del euro 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 1 de septiembre 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 interanual 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 interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado 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 6.4 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las sec-

ciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en la sección 6.4 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁶, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁷, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) (secciones

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

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 de 2 de mayo de 2003 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7)⁸, 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.

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 presenta datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 7 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 8 y 9 el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este de-

talle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el *Manual de Balanza de Pagos* del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera, 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 geográ-

⁸ DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

ficas 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 índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumanía, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10 titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro» en este Boletín, 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, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO Y 2 DE SEPTIEMBRE 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.



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

LOS FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

La media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET en el segundo trimestre del 2004 ascendió a 274.036 pagos, por un importe de 1.762 mm de euros. En comparación con el trimestre anterior, ello supone un aumento del 3% tanto en el número de pagos como en su importe. El incremento del número de pagos procesados por TARGET fue consecuencia, principalmente, del mayor número de pagos entre Estados miembros. El aumento del importe fue resultado del mayor importe de los pagos intra-Estado miembro, mientras que el importe de los pagos entre Estados miembros no experimentó variaciones. La cuota de mercado general de TARGET creció hasta el 88% en lo que se refiere al importe, y hasta el 59% en lo relativo al número de órdenes procesadas.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 205.990 pagos intra-Estado miembro, por un importe de 1.190 mm de euros. Con respecto al trimestre precedente, el número de operaciones aumentó un 2% y su importe se elevó un 5%. En relación con el mismo período del 2003, el número de operaciones se mantuvo sin cambios y su importe creció un 2%.

Estos pagos representaron el 75,2% del total de operaciones de TARGET en cuanto al número de pagos, y el 67,5% en cuanto a su importe. Su importe medio fue de 5,8 millones de euros en el segundo trimestre del 2004, frente a 5,6 millones de euros en el primero.

En número de órdenes, el día de mayor actividad fue el 13 de abril de 2004 (el día siguiente a Semana Santa), con un total de 272.651 pagos. En cuanto al importe, el día de máxima actividad, en el que se procesaron pagos por un importe de 1.842 mm de euros, fue el 11 de junio de 2004 (el día siguiente a un festivo en Alemania y Austria).

Por tramos de importes, el 66% de estos pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado

miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 135 operaciones.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 68.045 pagos, por un importe de 572 mm de euros en el segundo trimestre del 2004. En comparación con el primer trimestre del 2004, esta cifra supone un aumento del 4% en el número de operaciones y no representa ningún cambio en términos de importe, mientras que, en relación con el segundo trimestre del año pasado, se observó un incremento del 11% en el número de pagos entre Estados miembros, y del 6% en su importe.

En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios creció un 1% y su importe se mantuvo en el mismo nivel. Por su parte, los pagos de clientes se elevaron un 7% en número de operaciones y su importe no experimentó cambios.

La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros procesadas por TARGET fue del 48% en cuanto al número, y del 95,2% en cuanto a su importe. En comparación con el primer trimestre del 2004, el importe medio de los pagos interbancarios se mantuvo estable en 16,7 millones de euros, y el de los pagos de clientes descendió de 837.000 euros a 778.000 euros.

En términos de importe, el día de máxima actividad de pagos entre Estados miembros procesados por TARGET durante el segundo trimestre fue el 30 de junio de 2004 (el último día laborable del trimestre), fecha en la que se alcanzaron los 769 mm de euros. En número de operaciones, el día de máxima actividad, en el que se procesaron 94.299 pagos entre Estados miembros, el mayor total diario alcanzado jamás, fue el 1 de junio de 2004 (el primer día laborable siguiente a un festivo en varios países europeos y en Estados Unidos).

Por tramos de importes, el 63% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 14% fue superior a un millón de euros. En media, se realizaron

unas 39 operaciones diarias de importe superior a mil millones de euros.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el segundo trimestre del 2004, TARGET alcanzó una disponibilidad general del 99,8%, frente al 99,87% del primer trimestre del año. En el segundo trimestre del 2004 se registraron 25 incidencias que afectaron a la disponibilidad de TARGET, frente a 19 en el trimestre anterior. En el cuadro 1 se muestran los porcentajes respectivos de cada componente nacional de TARGET y del mecanismo de pagos del BCE. En el segundo trimestre, el 95,27% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos; el 3,76%, de cinco a quince minutos, y el 0,44%, entre quince y treinta minutos. El tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en una media de 361 de los 68.045 pagos procesados diariamente entre Estados miembros.

Cuadro 1 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad II 2004
Bélgica	99,78%
Dinamarca	99,76%
Alemania	99,44%
Grecia	100,00%
España	99,97%
Francia	99,85%
Irlanda	99,25%
Italia	99,85%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	100,00%
Austria	99,69%
Portugal	100,00%
Finlandia	99,74%
Suecia	99,62%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,91%
Disponibilidad general de TARGET	99,80%

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

(número de pagos)	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	16.606.135	16.665.036	17.404.115	17.071.290	17.264.247
Media diaria	267.841	252.501	271.939	266.739	274.036
Pagos entre Estados miembros					
Total	3.790.098	3.813.244	4.023.122	4.184.179	4.286.846
Media diaria	61.131	57.776	62.861	65.378	68.045
Pagos intra-Estado miembro					
Total	12.816.037	12.851.792	13.380.993	12.887.110	12.977.401
Media diaria	206.710	194.724	209.078	201.361	205.990
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	9.752.646	9.835.244	10.088.174	9.669.240	9.840.955
Media diaria	157.301	149.019	157.628	151.082	156.206
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.860.345	1.790.113	1.833.104	1.772.742	1.767.244
Media diaria	30.006	27.123	28.642	27.669	28.051
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	461.878	419.123	423.513	365.097	316.448
Media diaria	7.450	6.350	6.617	5.705	5.023
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	191.101	151.666	134.620	131.082	184.269
Media diaria	3.082	2.298	2.103	2.048	2.925

Cuadro 3 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	105.978	105.216	102.686	109.062	111.025
Media diaria	1.709	1.594	1.604	1.704	1.762
Pagos entre Estados miembros					
Total	33.545	34.570	34.128	36.487	36.046
Media diaria	541	524	533	570	572
Pagos intra-Estado miembro					
Total	72.433	70.646	68.558	72.575	74.979
Media diaria	1.168	1.070	1.071	1.134	1.190
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	11.074	11.331	10.898	11.647	10.987
Media diaria	179	172	170	182	174
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.698	4.203	4.180	4.276	4.765
Media diaria	76	64	65	67	76
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	78	75	74	60	60
Media diaria	1	1	1	1	1
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	111	96	104	120	117
Media diaria	2	1	2	2	2

PRUEBAS Y VERSIONES ACTUALIZADAS DE TARGET

Durante el segundo trimestre del 2004, los BCN tuvieron que realizar pruebas ante la implantación de la versión de TARGET 2004, que entró en funcionamiento el 14 de junio. Esta nueva versión responde a un cambio en las reglas de validación de SWIFT de los códigos IBAN (código internacional de cuenta bancaria), de aplicación a partir de la citada fecha. La indicación del código IBAN como número de la cuenta beneficiaria en los men-

sajes MT103+ es obligatoria cuando tanto el banco ordenante como el banco receptor están domiciliados en un país que figura en una lista preestablecida. El cambio consistió en la inclusión de seis nuevos países en esta lista. La modificación de las reglas de validación de SWIFT supuso obviamente un cambio similar en los componentes nacionales de TARGET, lo que requirió la realización de las pruebas pertinentes. Éstas fueron satisfactorias y la versión de TARGET 2004 empezó a funcionar sin problemas el 14 de junio de 2004.

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 junio y agosto 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.

«La Constitución Europea y el BCE», agosto 2004.

«Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», agosto 2004.

«Experiencia adquirida en los primeros años de circulación de los billetes en euros», agosto 2004.

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. Capiello, 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. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por Angela Maddaloni y Darren Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenburg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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. Hondroyiannis 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.
- 373 «Technology shocks and robust sign restrictions in a euro area SVAR», por G. Peersman y R. Straub, julio 2004.
- 374 «To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting», por N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma y F. Skudelny, julio 2004.
- 375 «Guess what: it's the settlements!», por T. V. Koepl y C. Monnet, julio 2004.
- 376 «Raising rival's costs in the securities settlement industry», por C. Holthausen y J. Tapking, julio 2004.
- 377 «Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates», por K. Adam y R. M. Billi, julio 2004.
- 378 «Liquidity, information, and the overnight rate», por C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov y N. Valla, julio 2004.
- 379 «Do financial market variables show (symmetric) indicator properties relative to exchange rate returns?», por O. Castrén, julio 2004.
- 380 «Optimal monetary policy under discretion with a zero bound on nominal interest rates», por K. Adam y R. M. Billi, agosto 2004.
- 381 «Fiscal rules and sustainability of public finances in an endogenous growth model», por B. Annicchiarico y N. Giammarioli, agosto 2004.
- 382 «Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001», por A. A. Haug y W. G. Dewald, agosto 2004.
- 383 «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», por A. T. Levin, F. M. Natalucci y J. M. Piger, agosto 2004.
- 384 «Price rigidity. Evidence from the French CPI micro-data», L. Baudry, H. Le Bihan, P. Sevestre y S. Tarrieu, agosto 2004.
- 385 «Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance», por A. J. Menkveld, Y. C. Cheung y F. de Jong, agosto 2004.
- 386 «Intergenerational altruism and neoclassical growth models», por P. Michel, E. Thibault y J.-P. Vidal, agosto 2004.
- 387 «Horizontal and vertical integration and securities trading and settlement», por J. Tapking y J. Yang, agosto 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.

«The development of statistics for Economic and Monetary Union», por Peter Bull, julio 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.