



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
OCTUBRE





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 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 6 de octubre de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	12
Precios y costes	26
Producto, demanda y mercado de trabajo	31
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	37
Recuadros:	
1 Evolución del total de horas trabajadas en la zona del euro	35
2 La composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro	42
ARTÍCULOS	
Análisis monetario en tiempo real	45
Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea	71
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL DEL 2003	V
GLOSARIO	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios 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 7 de octubre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

La decisión del Consejo de Gobierno de mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE refleja su valoración de que las perspectivas generales siguen siendo compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo. Los tipos de interés continúan situados en niveles históricamente muy bajos, tanto en términos nominales como reales. En cuanto al crecimiento económico, a pesar de que recientemente se ha generado cierta incertidumbre en torno al fortalecimiento esperado de la actividad, la recuperación en la zona del euro sigue su curso. Por lo que respecta a la evolución de los precios, el elevado nivel de los precios del petróleo ha incidido de forma directa y apreciable en la tasa de inflación registrada este año. Aunque el riesgo de que se produzcan efectos indirectos parece seguir siendo limitado, resulta necesario mantener una estrecha vigilancia en relación con todos los factores que pudiesen representar riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, los datos publicados hasta la fecha indican que prosigue la recuperación económica de la zona del euro. En concreto, los indicadores procedentes de las encuestas realizadas hasta septiembre señalan un crecimiento sostenido tanto en la producción industrial como en los servicios. Asimismo, la confianza de los consumidores sigue recuperándose gradualmente, y se observan algunas señales provisionales de mejora de las perspectivas del empleo. No obstante, los indicadores disponibles del gasto de los hogares no apuntan todavía a un fortalecimiento inmediato del crecimiento del consumo.

En resumen, en consonancia con las previsiones publicadas por organizaciones internacionales, el vigoroso crecimiento registrado en la zona del

euro durante el primer semestre del 2004 debería mantenerse, en líneas generales, durante los próximos trimestres. En el ámbito exterior, se espera que las exportaciones de la zona del euro sigan beneficiándose de la favorable evolución de la demanda mundial, y especialmente de los intercambios comerciales con los nuevos Estados miembros de la UE, en los que la demanda de importaciones se ha incrementado. En el ámbito interno, el dinamismo del entorno mundial y las muy favorables condiciones de financiación existentes en la zona del euro deberían respaldar la inversión. El aumento de la eficiencia y de los beneficios empresariales, derivado de las reestructuraciones que las empresas están llevando a cabo, constituye, asimismo, un estímulo para la inversión empresarial. Además, se dan las condiciones para que se produzca una recuperación del consumo privado en la zona del euro, acorde con el crecimiento de la renta real disponible.

Cualquier escenario acerca de la evolución futura está rodeado de un alto grado de incertidumbre, que, en este momento, se relaciona principalmente con los precios del petróleo. Un mantenimiento de los precios del petróleo en niveles elevados, o una subida adicional, moderaría el vigor de la recuperación, tanto dentro como fuera de la zona del euro, aun cuando la intensidad del uso de petróleo en la producción se ha reducido significativamente desde las décadas de los setenta y los ochenta. En resumen, si bien resulta imposible evitar la incidencia negativa del incremento de los precios del petróleo, su repercusión a medio plazo debería tener menor alcance que en el pasado. Obviamente, para obtener este resultado, todas las partes afectadas tendrán que asumir sus respectivas responsabilidades.

En cuanto a los precios de consumo, la evolución del mercado del petróleo ha incidido directamente sobre el IAPC de la zona del euro. La tasa de inflación interanual, tras registrar un 1,7% en el primer trimestre del 2004, se situó en el 2,3% en el segundo trimestre, y se mantuvo en este nivel durante julio y agosto. Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC parece haberse reducido ligeramente en septiembre hasta el 2,2%. La disminución de

los precios de los alimentos habría compensado con creces la subida de los de la energía, debido, en parte, a los efectos de base derivados de los considerables incrementos de los primeros observados el año pasado. Sin embargo, atendiendo a las actuales expectativas del mercado respecto a los precios del petróleo, parece poco probable que la tasa de inflación interanual vuelva a niveles inferiores al 2% en lo que queda de año.

No obstante, a más largo plazo, la información disponible no apunta a una acumulación de presiones inflacionistas en la zona del euro. La evolución de los salarios en los últimos meses ha seguido siendo moderada, y se espera que esta tendencia se mantenga. De confirmarse este supuesto, y siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones en los precios, la tasa de inflación interanual debería situarse por debajo del 2% en el 2005.

Diversos riesgos al alza siguen pesando sobre las perspectivas de estabilidad de precios. La evolución de los precios del petróleo constituye también a este respecto un motivo de preocupación, especialmente si los efectos indirectos derivados de la fijación de salarios y precios llegaran a producirse. Por lo tanto, resulta de vital importancia evitar reacciones inadecuadas como las observadas en períodos anteriores de subidas considerables de los precios del petróleo. Otro riesgo alcista está relacionado con la evolución futura de los impuestos indirectos y de los precios administrados. El seguimiento constante que requieren estos riesgos al alza constituye un requisito esencial para mantener las expectativas de inflación a medio plazo en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Por lo que se refiere al análisis monetario, el crecimiento de M3 sigue siendo sólido. La tendencia a la baja que la tasa de crecimiento interanual de M3 ha registrado desde mediados del 2003 parece haberse interrumpido durante los meses estivales, y la dinámica a más corto plazo de M3 se ha fortalecido. Esta evolución refleja el hecho de que los tipos de interés históricamente bajos de la zona del euro continúan 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 representa también un estímulo para el crecimiento del crédito concedido por las instituciones financieras monetarias. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado mantiene su fortaleza, impulsada, principalmente, por el dinamismo de los préstamos hipotecarios, al que igualmente han contribuido los significativos incrementos del precio de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

El nivel de liquidez existente en la zona del euro es aún muy superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. En este momento, resulta difícil determinar la finalidad a la que se destinará en el futuro este exceso de liquidez, consecuencia, en su mayor parte, de las reestructuraciones de cartera efectuadas anteriormente. Si una parte significativa de estos activos líquidos se transformase en dinero para transacciones, particularmente en un período de mejora de la confianza y de intensificación de la actividad económica, los riesgos inflacionistas aumentarían. Asimismo, un exceso de liquidez elevado combinado con un crecimiento intenso del crédito podría dar lugar a un fuerte incremento de los precios de los activos.

En síntesis, aunque se espera que las tasas de inflación interanual desciendan por debajo del 2% en el 2005, es preciso realizar un seguimiento atento de diversos riesgos alcistas a medio plazo para la estabilidad de precios. El contraste con el análisis monetario también avala la adopción de una extrema vigilancia en lo que respecta a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios.

En lo concerniente a la evolución de las finanzas públicas, las últimas noticias son motivo de preocupación. Aunque algunos países de la zona del euro mantendrán situaciones presupuestarias saneadas, se espera que un número importante incurra en déficit próximos o superiores al 3%. En consecuencia, se prevé que tanto la relación entre déficit presupuestario y PIB como entre deuda y PIB de la zona del euro aumenten ligeramente. En los próximos años, será necesario afrontar importantes desafíos en materia de saneamiento

de las finanzas públicas. Los Estados miembros han de intensificar sus esfuerzos de saneamiento y descartar medidas puntuales, a fin de cumplir los compromisos adquiridos en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de fomentar la confianza. Asimismo, han de establecer las prioridades adecuadas en materia de finanzas públicas en relación con las reformas estructurales, la innovación y la competitividad. Estas medidas reforzarían considerablemente las condiciones para la consecución de los objetivos establecidos en Lisboa y, en consecuencia, favorecerían el crecimiento económico, fomentarían la creación de puestos de trabajo y reducirían el desempleo.

En relación con el marco presupuestario de la UE, el Consejo de Gobierno mantiene la convicción de que es posible y resultaría beneficioso introducir mejoras sustantivas en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno advierte del riesgo de modificar el texto del Tratado y los Reglamentos que conforman el fundamento del Pacto. Además de un instrumento fundamental para garantizar la estabilidad macroeconómica de forma sostenida, el Pacto constituye el marco necesario para mantener la solidez de las políticas presupuestarias en la zona del euro. A este fin, resulta indispensable tanto una supervisión estricta de las políticas presupuestarias nacionales, como una presión efectiva por parte de los demás países concernidos.

En aras de la credibilidad de la supervisión presupuestaria, resulta de vital importancia garantizar tanto la fiabilidad de la elaboración de las estadísticas relativas a las finanzas públicas, como la puntualidad de su divulgación. La normativa contable europea ha de respetarse estrictamente a la hora de contabilizar todas las categorías de ingresos y gastos. Además, la aplicación de esta normativa deberá de ser consistente y estable en el tiempo y uniforme en todos los países. De conformidad con lo expresado por el Consejo ECOFIN, este procedimiento no deberá ser vulnerable a los ciclos políticos y electorales. Los países han de considerar la calidad e integridad de sus estadísticas como una cuestión prioritaria.

Del detallado análisis del Consejo de Gobierno sobre la evolución del empleo y del desempleo en la zona del euro, destacan dos aspectos relacionados con el período de expansión relativamente lenta del PIB real que comenzó en los primeros meses del 2001. En primer lugar, tras una fase inicial de crecimiento, la tasa de desempleo de la zona del euro se ha mantenido prácticamente estable desde los primeros meses del 2003. En segundo lugar, parece que esta etapa de crecimiento moderado ha tenido una incidencia negativa relativamente limitada sobre el crecimiento del empleo en los últimos años. Esta evolución podría explicarse en función de los siguientes factores: por un lado, aunque desde una perspectiva histórica el período de crecimiento lento ha sido relativamente largo, las amplitudes de los ciclos han sido menores y, por lo tanto, no han dado lugar a reacciones demasiado pronunciadas en el empleo y el desempleo. Por otro, la evolución de los salarios ha sido más moderada que en períodos anteriores, y las empresas habrían ajustado a la baja el factor trabajo —en mayor medida que en el pasado—, reduciendo preferentemente el número de horas trabajadas que el de empleados. A su vez, esto indicaría que las empresas han ganado flexibilidad a la hora de ajustar costes.

Desde el punto de vista de la coyuntura actual, se prevé que el empleo se recupere y que el desempleo comience a descender en el transcurso del próximo año, siempre que la demanda agregada se comporte de acuerdo con las expectativas. Esta evolución fomentaría el crecimiento económico en tanto que propiciaría un incremento de las rentas del trabajo, reforzaría la confianza de los consumidores y tendría efectos positivos sobre el consumo. Sin embargo, siguen existiendo problemas estructurales, como pone de manifiesto el hecho de que, por ejemplo, más del 40% de todos los desempleados de la zona del euro lleven más de un año sin trabajar. Al objeto de superar definitivamente los obstáculos que impiden un mayor crecimiento del empleo y reducir el nivel de desempleo estructural es perentorio avanzar en la reforma global de los mercados de trabajo.

En la presente edición del Boletín Mensual se publican dos artículos. El primero explica la manera

en que, durante los últimos años, el BCE ha elaborado y utilizado herramientas de análisis monetario en tiempo real para identificar las señales monetarias indicativas de riesgos para la futura estabilidad de precios. El segundo analiza distintos patrones de integración económica en regiones distintas de la Unión Europea.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad general fuera de la zona del euro y el comercio internacional mantuvieron su intensidad durante el verano, aunque la evolución de los precios del petróleo fue causa de preocupación. A pesar de este grave riesgo para la economía mundial, las perspectivas son favorables.

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

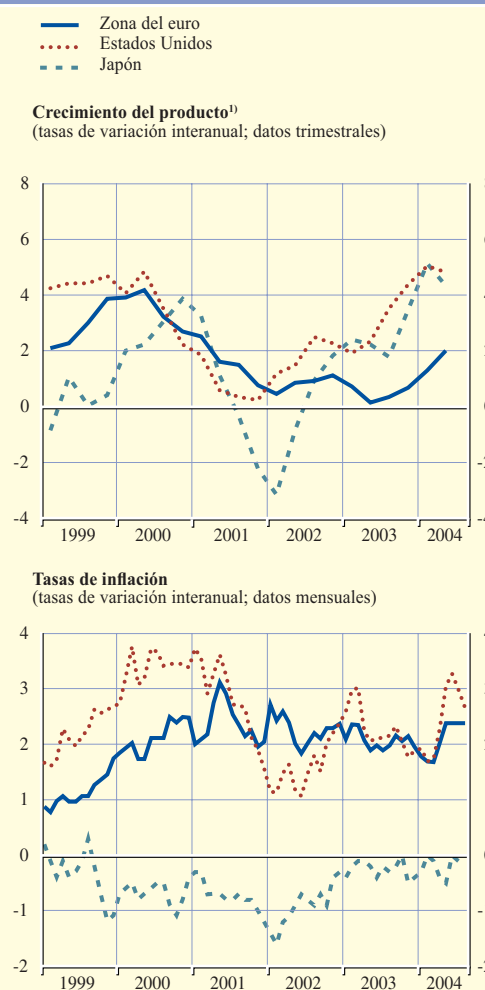
El ritmo de actividad de la economía mundial parece haber cobrado cierto impulso en los meses de verano, tras la moderación observada en el segundo trimestre del 2004. La actividad manufacturera se ha recuperado en la mayor parte de las economías, y es probable que el comercio internacional haya registrado una nueva expansión. Las condiciones financieras a escala mundial han sido, en general, favorables, pues el rendimiento de los bonos a largo plazo incluso se ha reducido y las cotizaciones bursátiles se han mantenido estables.

El precio del crudo alcanzó niveles históricamente elevados durante el verano. Sin embargo, la inflación medida por el IPC se ha moderado en la mayoría de las economías (véase gráfico 1) y la evidencia de una transmisión del alza de los precios de la energía a un amplio abanico de otro tipo de bienes y servicios sigue siendo limitada.

En Estados Unidos, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,3% en el segundo trimestre del 2004, tras haber avanzado un 4,5% en los tres primeros meses del año. El descenso registrado en el crecimiento del producto obedeció fundamentalmente a la desaceleración del gasto en consumo personal, en términos reales, y a la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Por el contrario, la inversión privada en capital fijo se aceleró sustancialmente, creciendo un 13,9%, frente al 4,5% del trimestre anterior. Los datos más recientes apuntan a una posible recuperación del gasto en consumo y de la producción industrial, variables ambas que habían mostrado señales de debilidad durante el segundo trimestre.

En agosto, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,7%, desde el 3% observado en julio. Si se excluyen los alimentos y la energía, la inflación interanual de los precios de consumo disminuyó 0,1 puntos porcentuales con respecto a julio, hasta situarse en el 1,7%. En su reunión de 21 de septiembre, y por tercera 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 1,75%.

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

Asimismo, el Comité afirmó que la orientación de la política monetaria actual continuaría siendo acomodaticia.

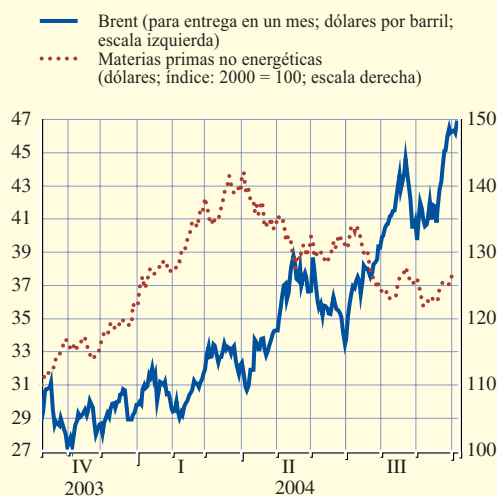
En Japón, la economía mantiene su senda de recuperación, aunque su ritmo se ha desacelerado si se compara con el vigoroso crecimiento experimentado a finales de año, lo que se pone de manifiesto, por ejemplo, en los datos del PIB del segundo trimestre, que mostraban que la tasa de expansión se había reducido a un 0,3% en tasa intertrimestral. En agosto, el menor crecimiento de las exportaciones y el fortalecimiento de las importaciones, provocados ambos por los elevados precios de las materias primas, ocasionaron que el superávit comercial disminuyera desde el nivel en que se encontraba un año antes por primera vez en más de un año. Dada la favorable tendencia de los beneficios empresariales, la recuperación de la demanda de mano de obra y la mejor situación de los hogares, las perspectivas de la demanda interna privada siguen siendo relativamente buenas. En agosto, los precios de consumo descendieron un 0,2% en tasa interanual, frente a la reducción del 0,1% registrada en julio. Los precios de los bienes adquiridos por las empresas han aumentado desde comienzos de año, creciendo un 1,7%, en tasa interanual en el mes citado.

En el Reino Unido, prosigue el panorama de crecimiento general relativamente intenso. El PIB real se elevó a una tasa intertrimestral del 0,9% en el segundo trimestre del 2004, frente al 0,7% del primer trimestre. La demanda interna siguió impulsando el crecimiento, al tiempo que la inversión desempeñaba un papel destacado. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,3% en agosto, frente al 1,4% de julio.

En Suecia, el PIB real creció a una tasa intertrimestral revisada del 1% en el segundo trimestre del 2004, mientras que la inflación medida por el IAPC se situó en el 1,2% en agosto, la misma tasa que en los dos meses anteriores. En Dinamarca el crecimiento fue moderado en el segundo trimestre: el PIB real avanzó a una tasa intertrimestral del 0,2% y la inflación medida por el IAPC se situó en el 0,9% en agosto, sin experimentar cambios con respecto a julio. En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB mantuvo su intensidad. La inflación medida por el IAPC ha crecido notablemente en buena parte de estos Estados miembros, debido sobre todo a modificaciones en los impuestos indirectos, a aumentos de los precios administrados y de los alimentos y al repunte de los precios de la energía.

En Asia, excluido Japón, las últimas informaciones indican que el crecimiento de las exportaciones podría haberse recuperado. Al mismo tiempo, la demanda interna muestra una fortaleza considerable en la mayor parte de las economías, a excepción de Corea del Sur. En China, la actividad económica se ha desacelerado gradualmente desde el segundo trimestre del 2004, como resultado de la aplicación de políticas restrictivas. En agosto, el crecimiento interanual de la inversión en activo fijo se redujo al 26,2% y el de los préstamos bancarios cayó por debajo del 15%, comparado con el 20%, aproximadamente, de principios de año. En Corea del Sur, el crecimiento de las exportaciones descendió hasta el 23,5% en tasa interanual en

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

septiembre, el menor crecimiento observado en el 2004, mientras que las ventas del comercio al por menor se elevaron un 0,3% en tasa interanual en julio.

En América Latina, los datos más recientes indican que el ritmo de crecimiento continuó siendo muy intenso en el tercer trimestre, pues el crecimiento de la producción industrial superó el 10% en tasa interanual en Brasil en julio y en Argentina en agosto, mientras que en julio este crecimiento fue del 3,8% en México. El crecimiento de las exportaciones, si bien se moderó ligeramente, todavía sustenta la actividad económica y sigue impulsando una mayor demanda interna

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos a primeros de octubre, presionados al alza por una pujante demanda, por preocupaciones relativas al suministro de crudo y por una limitada capacidad productiva sin utilizar. La demanda mundial de petróleo ha seguido creciendo a un ritmo vertiginoso, impulsada por la fuerte demanda procedente de Asia y de Estados Unidos. El reciente aumento registrado en el suministro de petróleo a escala mundial no ha logrado enfriar el mercado, pues la reducción de la capacidad productiva sin utilizar ha dejado unas reservas muy limitadas en caso de que se produzca una perturbación en el mercado del petróleo. Por consiguiente, los precios del petróleo reaccionaron fuertemente cuando volvieron a surgir preocupaciones relativas al suministro de crudo en varios países productores de petróleo. El 6 de octubre el precio del Brent se situó en 45 dólares norteamericanos (38,2 euros). Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan próximos a sus niveles actuales en lo que queda de año y que luego descendan gradualmente. No obstante, parece que el nivel actual de precios contiene una prima considerable, que las variables fundamentales del mercado del petróleo no explican plenamente, pero que puede atribuirse a la preocupación de que se produzcan posibles perturbaciones por el lado de la oferta.

En otros mercados de materias primas, los precios de las materias primas no energéticas se han moderado en los últimos meses, tras alcanzar sus máximos en muchos años a comienzos de abril del 2004. Con todo, en términos de dólares norteamericanos, los precios de las materias primas no energéticas en agosto del 2004 eran un 21,5% más elevados que el año anterior.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En general, las perspectivas económicas mundiales siguen siendo favorables, y existe la posibilidad de que el crecimiento se establezca gradualmente en los próximos meses en niveles inferiores a los registrados a comienzos de este año. No obstante, la incertidumbre en torno a los precios del petróleo sigue siendo elevada y conlleva ciertos riesgos para la inflación y para la evolución de la demanda agregada, especialmente si aparecen señales de efectos indirectos.



2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La gradual moderación del crecimiento de M3 observada desde mediados del 2003 parece haberse interrumpido en los meses de verano. Los datos correspondientes a agosto del 2004 son ilustrativos de los dos factores opuestos que actualmente están influyendo en el crecimiento monetario. Por un lado, la normalización del comportamiento de los agentes en cuanto a la asignación de carteras tras los excepcionales desplazamientos hacia M3 registrados entre el 2001 y el 2003 continúa frenando el crecimiento de este agregado monetario. Por otro, el bajo nivel de los tipos de interés está estimulando la demanda de los componentes más líquidos de M3 y respaldando el persistente y vigoroso crecimiento del crédito de las IFM al sector privado, sobre todo de los préstamos para adquisición de vivienda. En general, la influencia del factor citado en primer lugar parece haber disminuido ligeramente en los últimos meses, permitiendo que el mencionado en segundo lugar desempeñe un papel más destacado en la evolución monetaria.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se incrementó hasta el 5,5% en agosto del 2004, desde el 5,4% del mes anterior (véase gráfico 3). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 5,4% en el período transcurrido entre junio y agosto, frente al 5,2% registrado entre mayo y julio del 2004. La evolución a más corto plazo de M3, medida, por ejemplo, por la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, continuó siendo relativamente intensa en agosto.

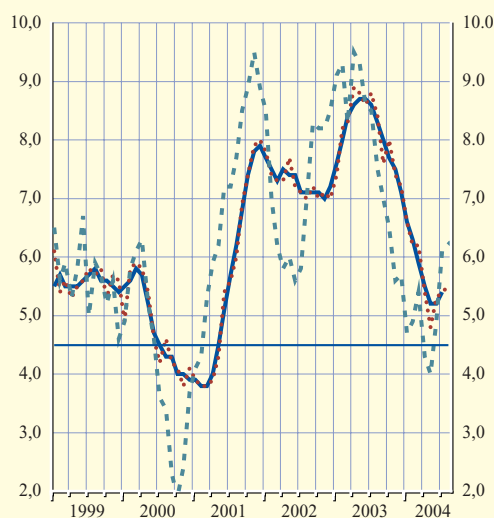
La progresiva moderación del crecimiento de M3 observada desde mediados del 2003 parece haberse interrumpido en los meses de verano. Los datos correspondientes a agosto del 2004 son ilustrativos de los dos factores opuestos que actualmente están influyendo en el crecimiento monetario. Por un lado, la normalización del comportamiento de los agentes en cuanto a la asignación de carteras tras los excepcionales desplazamientos hacia activos monetarios registrados entre el 2001 y el 2003 continúa frenando el crecimiento de M3. Por otro, el bajo nivel de los tipos de interés está estimulando la demanda de los componentes más líquidos de este agregado monetario y la del crédito de las IFM al sector privado. Aunque el impacto moderador del efecto citado en primer lugar tendió a ser predominante el año pasado, los datos de los últimos meses indican que puede estar disminuyendo, lo que ha permitido al factor mencionado en último lugar desempeñar un papel más relevante en la evolución monetaria general.

Como consecuencia de las tendencias monetarias observadas recientemente, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Si partes considerables de estas

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

tenencias líquidas se transformaran en dinero para transacciones, sobre todo en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica, los riesgos inflacionistas aumentarían. Es posible que la holgada situación de liquidez también favorezca fuertes incrementos del precio de los activos, por ejemplo, en los mercados de la vivienda.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 descendió hasta el 9,3% en agosto, desde el 10,1% de julio (véase cuadro 1), como consecuencia de la moderación de la relativamente elevada tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que se situó en el 7,5% en agosto, en comparación con el 8,5% del mes anterior. La menor tasa de crecimiento interanual de estos depósitos observada en agosto se debe, en gran parte, a la desaparición de un factor especial que había influido al alza en los datos de julio. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo muy alta, en el 20,3%, prácticamente sin modificaciones con respecto a la del mes precedente. La demanda de billetes en euros dentro de la zona del euro fue elevada, sobre todo en países en los que no existían billetes de alta denominación con anterioridad a la introducción de la moneda única, y también fuera de la zona del euro. En términos más generales, la intensa demanda de los instrumentos líquidos incluidos en M1 tiene su origen, principalmente, en el reducido coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, lo que, a su vez, queda explicado por los bajos tipos de interés.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó ligeramente, hasta el 2%, en agosto, desde el 1,7% de julio, debido, principalmente, a la moderación observada en la tasa de descenso interanual de los depósitos a plazo hasta dos años, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses apenas registró variaciones, y se mantuvo relativamente elevada. Es probable que la debilidad de la demanda de depósitos a plazo hasta dos años se deba al hecho de que un rendimiento ligeramente superior no compensa la desventaja relativa que supone tener menor liquidez, sobre todo si se comparan con los depósitos a la vista.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se elevó considerablemente en agosto, hasta el 4,5%, desde el 2,5% de julio. Este incremento fue consecuencia de las contribuciones positivas de todos sus componentes (participaciones en fondos del mercado monetario, cesiones temporales y valores distintos de acciones hasta dos años). Aunque la volatilidad de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables es elevada, en términos intermensuales y, por lo tanto, debe interpretarse con cautela, el aumento de la demanda de participaciones en fondos del mercado monetario registrada en agosto podría apuntar a una moderación del ritmo de normalización del comportamiento en cuanto a la asignación de carteras y el consiguiente cambio en las tenencias de activos hacia otros a más largo plazo.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado mantuvo su vigor en agosto y se situó en el 6%, frente al 6,2% de julio. Esta trayectoria sigue ocultando una evolución divergente en los principales sectores (véase cuadro 2). Por un lado, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a hogares volvió a incrementarse en agosto, sustentada, fundamentalmente, en el fuerte crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, que se situó en el 9,3%, en términos interanuales. El elevado endeudamiento hipotecario está asociado a los bajos tipos de interés hipotecarios en toda la zona del euro y al gran dinamismo del mercado de la vivienda en varios países de la zona. Por otro lado, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras continuó siendo relativamente moderado, aunque algo más intenso que en los dos últimos años.

Partiendo de esta evolución, la tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM al sector privado, descendió ligeramente, hasta el 6%, en agosto, en comparación con el 6,3% de julio. En el citado mes de agosto, la tasa de crecimiento interanual del crédito de este sector a las Administraciones Públicas aumentó levemente, hasta el 6,6%, frente al 6,4% del mes anterior.

En lo que respecta a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) registró un leve incremento,

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 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 Jul	2004 Ago
Sociedades no financieras	42,1	3,6	3,5	3,2	4,0	4,3	4,0
Hasta un año	30,5	-1,0	-0,8	-2,5	-2,1	-1,2	-1,8
De uno a cinco años	17,6	4,6	3,1	3,7	6,5	6,0	5,7
Más de cinco años	51,9	6,5	6,6	6,9	7,1	7,3	7,2
Hogares²⁾	50,5	5,8	6,4	6,6	7,2	7,3	7,5
Crédito al consumo ³⁾	13,6	3,0	2,9	4,4	5,5	5,4	6,5
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	67,7	7,4	8,1	8,4	9,0	9,2	9,3
Otras finalidades	18,7	2,5	3,3	2,3	2,3	2,4	2,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	9,7	11,9	8,7	18,8	15,2	21,6
Otros intermediarios financieros no monetarios	6,7	6,0	11,8	8,9	8,7	8,9	7,1

Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, incluido el Eurosistema; clasificación por sectores basada en el SEC 95. Para más información, veánse la nota 2 del cuadro 2.4, de la sección «Estadísticas de la zona del euro», y las notas técnicas pertinentes.

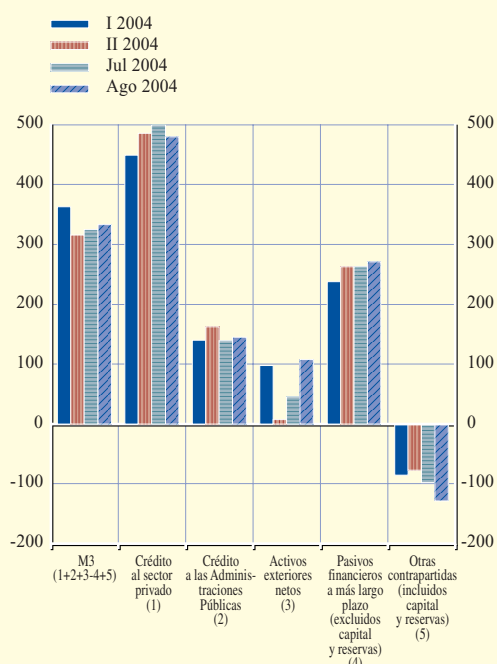
1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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.

Gráfico 4 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

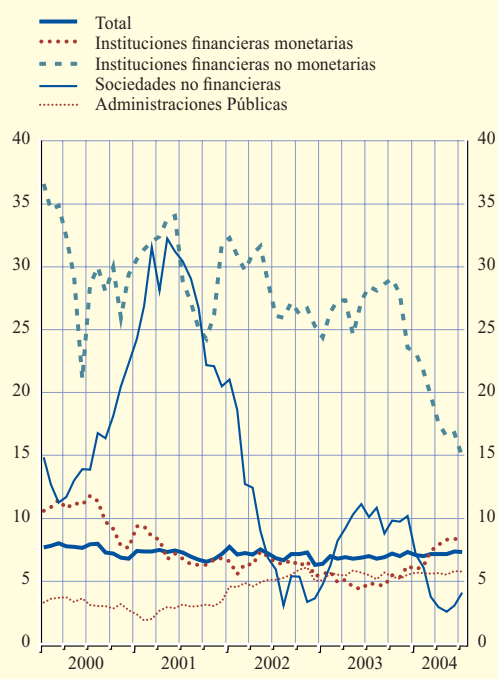
(flujos interanuales, fin de período; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

hasta el 8,8%, en agosto, desde el 8,6% de julio. El intenso crecimiento de la demanda de estos instrumentos indica que en los últimos meses ha continuado, en cierta medida, la reestructuración de carteras desde activos monetarios. Por último, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro se incrementaron 108 mm de euros en agosto, frente a un aumento de 46 mm de euros registrado en el período de doce meses transcurrido hasta julio. Aunque no debe concederse demasiada importancia a la evolución a corto plazo de este indicador volátil, los datos de agosto apuntan a que se ha interrumpido la anterior tendencia a la baja.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, el persistente e intenso crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) contribuyó a la moderación del crecimiento de M3 (véase gráfico 4). Por el contrario, la relativamente vigorosa expansión del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, impulsada por el bajo nivel de los tipos de interés, continúa teniendo un fuerte impacto positivo en el crecimiento de M3.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en julio del 2004, en comparación con el mes precedente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras se mantuvo relativamente reducida en comparación con la media del 2003, en julio se elevó por segundo

mes consecutivo. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro registró un leve descenso y, en general, permaneció en el nivel moderado observado en los dos últimos años.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 7,3%, en julio del 2004, desde el 7,4% de junio (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo continuó en la senda de la moderación y fue del 3,6% en julio. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se situó en el 7,7%, manteniendo su intensidad.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM no experimentó variaciones, y fue del 8,4% en julio del 2004 (véase cuadro 3). El ritmo de emisión de este tipo de valores por estas instituciones continuó siendo vigoroso, lo que puede deberse a las mejores condiciones de financiación y de crédito para este sector, como queda ilustrado, por ejemplo, en el aumento de la elevación de las calificaciones crediticias observado en este sector, así como en la creciente necesidad de financiar el mayor crecimiento de los préstamos registrado en los últimos meses.

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, registró un ligero descenso, 0,4 puntos porcentuales, hasta el 9,7%, en julio del 2004. Esta disminución se debió a una reducción de 1,9 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que cayó hasta el 14,9% en el citado mes. El descenso observado en julio parece obedecer, principalmente, a un efecto base y, en general, las emisiones de las instituciones financieras no monetarias se mantienen en un nivel elevado, consecuencia, en cierta medida, de la emisión indirecta de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras a través de filiales

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 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 Jun	2004 Jul
Valores distintos de acciones	9.173	6,9	7,1	7,1	7,2	7,4	7,3
IFM	3.477	4,7	5,4	6,3	8,0	8,4	8,4
Instituciones financieras no monetarias	720	28,2	27,6	22,1	17,4	16,8	14,9
Sociedades no financieras	603	10,3	9,7	6,7	3,0	3,1	4,1
Administraciones Públicas	4.373	5,4	5,4	5,6	5,6	5,8	5,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.135	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2	5,2
Otras Administraciones Públicas	238	22,8	22,4	21,4	18,4	17,4	16,0
Acciones cotizadas	3.790	1,1	1,1	1,3	1,1	1,1	0,9
IFM	583	0,8	1,3	1,9	2,3	2,7	1,8
Instituciones financieras no monetarias	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,4	1,9
Sociedades no financieras	2.845	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6

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».

financieras y de entidades de propósito especial, así como de la intensa actividad de titulización (sobre todo por parte de las IFM). La tasa de crecimiento interanual de la emisión directa de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras se incrementó por segundo mes consecutivo y se situó en el 4,1% en julio. Aunque esto puede apuntar a un cambio gradual en el mercado de renta fija privada, la actividad en el mercado primario todavía se sitúa en un nivel considerablemente inferior al observado en el 2003, año en que la tasa media de crecimiento interanual fue del 8,9%. El crecimiento interanual observado en julio, aún moderado, se debió, muy probablemente, al aumento de la financiación interna y a los actuales esfuerzos de reestructuración de la deuda, que pueden haber continuado limitando la demanda de financiación externa por parte de las empresas de la zona del euro.

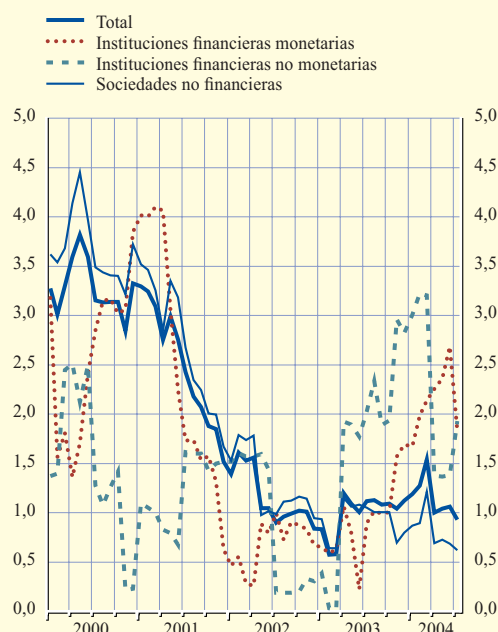
En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas prácticamente no registró variaciones, y se situó en el 5,7% en julio del 2004. La tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores emitidos por la Administración Central fue del 5,2% en julio, sin modificaciones con respecto al mes anterior. En los últimos meses, este sector ha recurrido de manera creciente a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que registró una tasa de crecimiento interanual del 5,4% en julio, en comparación con una tasa media de crecimiento interanual del 3,2% en el 2003, mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se ha ralentizado y cayó hasta el 3,4% en julio, frente a una tasa media de crecimiento interanual del 19,3% en el 2003. Esta evolución puede deberse, en parte, a que los sectores emisores de deuda pública están intentando mantener los reducidos costes de financiación a largo plazo actuales anticipándose a subidas de los tipos de interés. Además, los emisores pueden estar respondiendo a la creciente demanda de valores a más largo plazo por parte de los inversores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente, las administraciones regionales y locales, continuó con su tendencia a la baja (aunque desde un nivel elevado) y descendió hasta el 16% en julio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció en un nivel muy reducido y disminuyó de nuevo, desde el 1,1% de junio del 2004 hasta el 0,9% de julio (véanse gráfico 6 y cuadro 3). Esta evolución tuvo su origen en el menor crecimiento de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que en julio se situó en el 0,6%, en términos interanuales, un descenso leve en comparación con el mes anterior. Además, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se redujo 0,9 puntos porcentuales en julio, hasta el 1,8%, tras haber mostrado algunas señales de mejora en el primer semestre del 2004. Por último, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias, incluidas las empresas de seguros, se incrementó ligeramente, hasta el 1,9%, en el

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

(tasas de crecimiento interanual)

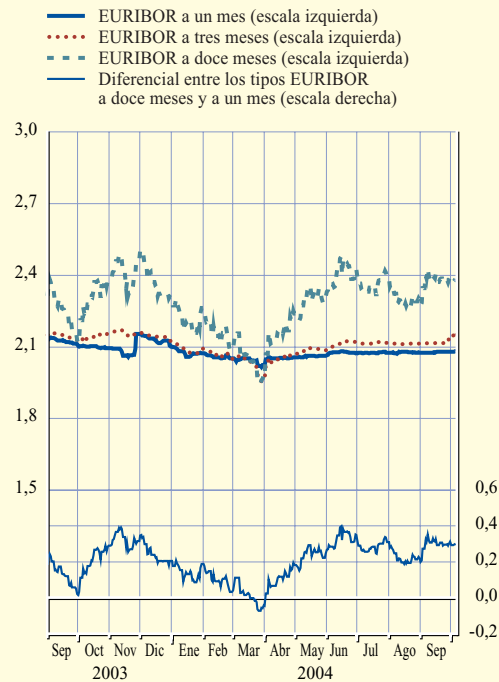


Fuente: BCE.

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

Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario

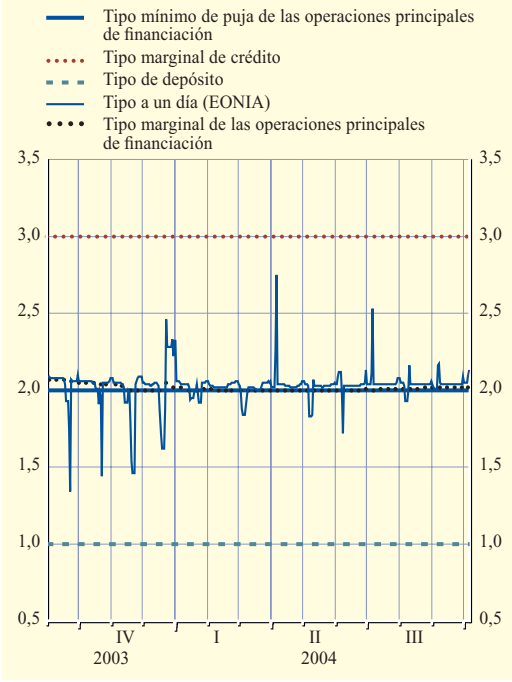
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

citado mes. En general, la moderada actividad observada en el mercado primario de acciones en los últimos trimestres puede deberse a la expectativa de una débil demanda por parte de los inversores, así como a las limitadas necesidades de financiación actuales del sector empresas, en un entorno en el que es posible que las sociedades emisoras consideren que el coste de financiación mediante acciones todavía es relativamente elevado.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario se elevaron a principios de septiembre, tras descender considerablemente en agosto, y posteriormente se mantuvieron estables en estos niveles más elevados. Dado que los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario prácticamente no registraron variaciones, la inclinación de la curva de rendimientos del mercado monetario ha aumentado desde finales de agosto.

Los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario se elevaron a principios de septiembre, tras descender desde el máximo observado a mediados de junio del 2004, y posteriormente permanecieron estables (véase gráfico 7). En consecuencia, el 6 de octubre, los tipos a largo plazo del mercado monetario se situaban 8 puntos básicos por encima de los registrados a finales de agosto del 2004. Al mismo tiempo, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario se mantuvieron estables, en consonancia con los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 8). Por consiguiente, la inclinación de la curva de rendimientos del mercado monetario ha aumentado desde

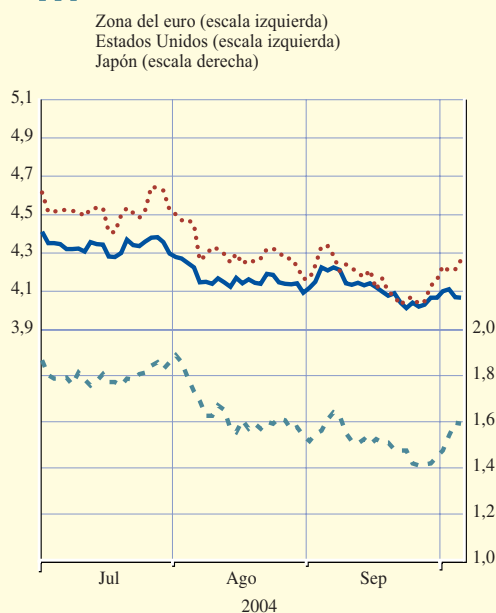
finales de agosto. El 6 de octubre, el EURIBOR a doce meses se situaba 29 puntos básicos por encima del EURIBOR a un mes.

En septiembre se observó una leve mejora de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses. Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses experimentaron un ligero aumento. Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros con vencimiento en diciembre del 2004 y marzo y junio del 2005 se elevaron entre 4 y 9 puntos básicos entre finales de agosto y el 6 de octubre.

La situación de liquidez y los tipos de interés a los plazos más cortos se mantuvieron muy estables entre finales de agosto y el 6 de octubre. Ciertamente, los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se han mantenido excepcionalmente estables durante varios meses. Tanto el tipo marginal como el tipo medio ponderado de las OPF permanecieron justo por encima del 2%, el tipo mínimo de puja, en septiembre. El EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) se situó en torno al 2,04% durante la mayor parte del mes, excepto los últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de septiembre. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema que se adjudicó el 30 de septiembre, los tipos marginal y medio ponderado eran del 2,06% y el 2,08% respectivamente, ligeramente inferiores al EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



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

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó escasos cambios en la zona del euro y en Estados Unidos. Ello parece indicar que las expectativas de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas macroeconómicas apenas registraron variaciones. 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 mantuvo, en general, estable en la zona del euro, mientras que se redujo ligeramente en Estados Unidos.

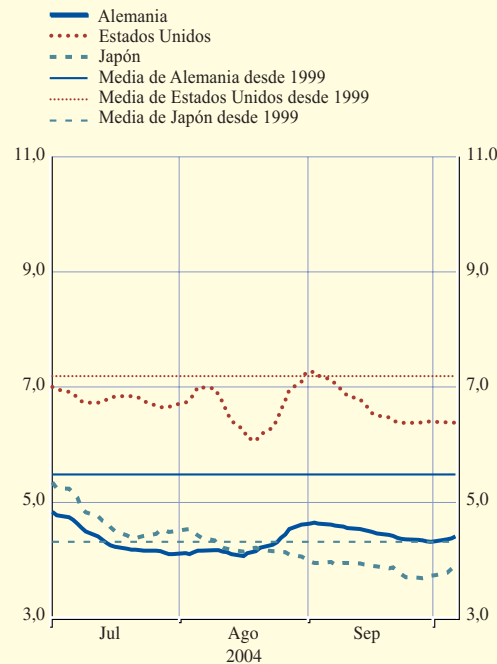
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo aumentó 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 6 de octubre, fecha en la que se situó en torno al 4,3% (véase gráfico 9).

Durante el mismo período, el rendimiento de los bonos se incrementó sólo ligeramente en los plazos más largos, pero aumentó de forma más significativa en los plazos cortos y medios. Esta evolución pareció ser consecuencia de la publicación, hacia el final del período analizado, de algunos datos económicos más favorables de lo esperado por los mercados. El rendimiento de los bonos reales, medido por el de los

Gráfico 10 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

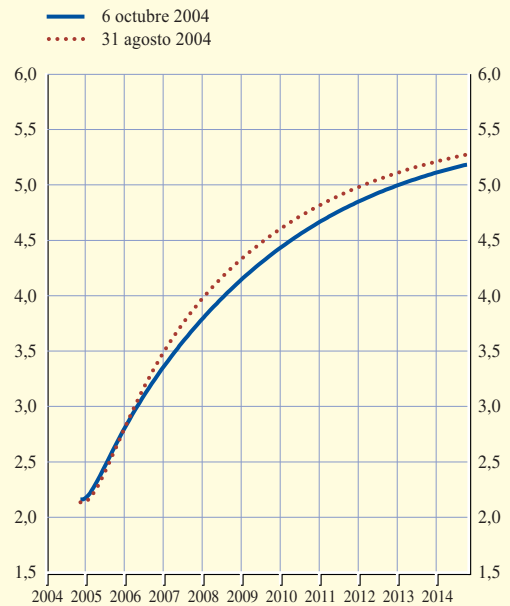
(en porcentaje; media móvil de diez días de los datos diarios)



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

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

bonos a diez años indicados con la inflación, y la tasa de inflación implícita, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, se elevaron 10 y 5 puntos básicos, respectivamente, entre finales de agosto y el 6 de octubre.

La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, disminuyó levemente en septiembre, hasta situarse algo por debajo de su media desde enero de 1999 (véase gráfico 10).

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente, 5 puntos básicos, entre finales de agosto y el 6 de octubre, fecha en la que se situó en el 1,6%. A esta evolución contribuyó la publicación, hacia el final del período de referencia, de datos económicos mejores de lo previsto. Estos datos parecieron contrarrestar la preocupación de los participantes en el mercado en torno al ritmo de crecimiento económico de Japón, que suscitaba una mayor inquietud debido a los altos precios del petróleo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los bonos, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se mantuvo prácticamente sin cambios en septiembre, en un nivel próximo a su media desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo apenas experimentó variaciones entre finales de agosto y el 6 de octubre, fecha en la que se situó en el 4,1%, con lo que el diferencial de rendimiento entre Estados Unidos y la zona del euro quedó alrededor de 20 puntos básicos.

La evolución del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro pareció ser resultado de un leve reajuste de las expectativas de los participantes en el mercado sobre el crecimiento económico y la inflación, ante el nivel persistentemente alto de los precios del petróleo. El rendimiento de los bonos reales, medido por el de los bonos a diez años indicados con la inflación, disminuyó ligeramente, cerca de 10 puntos básicos, entre finales de agosto y el 6 de octubre. Durante el mismo período, la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de bonos similares indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco (que refleja, entre otras cosas, las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la inflación a largo plazo), se elevó unos 5 puntos básicos, situándose, el 6 de octubre, en el 2%. Aunque cabe considerar el nivel de este indicador con cierta cautela, debido a la existencia de varias primas que pueden distorsionar su interpretación, se observa que es relativamente alto en términos históricos.

La evolución de la curva de tipos *forward* implícitos a un día muestra que, entre finales de agosto y el 6 de octubre, los tipos *forward* se redujeron levemente en los plazos medios y largos, mientras que aumentaron ligeramente en los plazos más cortos, es decir, hasta dos años (véase gráfico 11).

La incertidumbre de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, se mantuvo en general estable en septiembre, en un nivel algo inferior su media desde enero de 1999.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

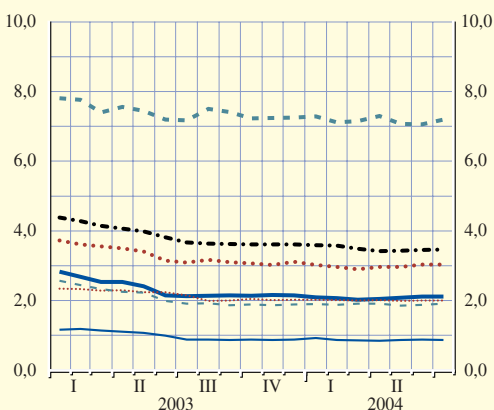
En los tres meses transcurridos hasta julio del 2004, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones fue contradictoria, pero acorde, en líneas generales, con la de los tipos de mercado comparables.

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones registraron un leve aumento en julio del 2004 (véanse gráfico 12 y cuadro 4) y en los tres meses transcurridos

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones; 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 periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Depósitos 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 periodo 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 las páginas 29 a 31 del Boletín Mensual de agosto del 2004.

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

(en porcentaje; puntos básicos; con ponderación ajustada¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta julio 2004			
	2004 Feb	2004 Mar	2004 Abr	2004 May	2004 Jun	2004 Jul	2003 Ene	2003 Dic	2004 Abr	2004 Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos										
Depósitos de los hogares										
A plazo hasta un año	1,88	1,91	1,91	1,86	1,88	1,91	-66	2	0	3
A plazo a más de dos años	2,52	2,44	2,46	2,40	2,43	2,53	-54	1	7	10
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,02	2,00	2,01	2,00	2,00	2,00	-34	-2	-1	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,63	2,59	2,57	2,55	2,54	2,54	-74	-14	-3	0
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras										
Depósitos de las sociedades no financieras	0,87	0,86	0,85	0,87	0,88	0,87	-29	-1	2	-1
Depósitos de las sociedades no financieras										
A plazo hasta un año	1,98	1,96	1,97	1,96	1,99	2,00	-71	0	3	1
A plazo a más de dos años	3,53	3,23	3,35	3,62	3,58	3,59	-25	8	24	1
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	7,12	7,15	7,29	7,07	7,06	7,19	-61	-7	-10	13
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,58	3,49	3,42	3,43	3,45	3,46	-92	-15	4	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,97	4,89	4,82	4,78	4,81	4,80	-57	-21	-2	-1
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras										
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros	5,63	5,56	5,52	5,46	5,44	5,36	-84	-22	-16	-8
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	4,04	3,98	3,94	3,96	3,96	4,02	-87	-1	8	6
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,79	4,80	4,70	4,63	4,72	4,68	-49	-9	-2	-4
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	2,97	2,90	2,97	2,96	3,03	3,04	-68	-7	7	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,30	4,33	4,26	4,36	4,16	4,30	-24	-6	4	14
Pro memoria:										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	-71	-3	7	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,38	2,16	2,39	2,55	2,74	2,70	6	12	31	-4
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,28	3,06	3,31	3,50	3,60	3,49	9	-10	18	-11

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 las páginas 29 a 31 del Boletín Mensual del BCE de agosto del 2004.

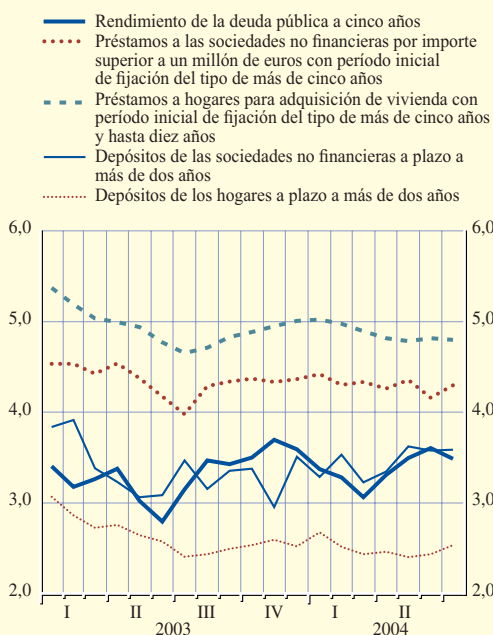
hasta ese mes, en consonancia con la evolución de los tipos del mercado monetario (por ejemplo, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se elevó 7 puntos básicos en el citado período). Desde una perspectiva a más largo plazo, en los primeros siete meses del 2004, gran parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM no experimentó variaciones o descendió ligeramente. Por ejemplo, entre diciembre del 2003 y julio del 2004, los tipos de interés a corto plazo de los depósitos de los hogares y los de los depósitos a corto plazo de las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron. En ese mismo período, los tipos a corto plazo de los préstamos a hogares descendieron, en general, hasta 15

puntos básicos, mientras que los de los préstamos a las sociedades no financieras cayeron menos de 10 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario descendió 3 puntos básicos en el citado período.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo de las IFM registraron un moderado aumento en julio del 2004, mientras que la evolución en los tres meses precedentes fue contradictoria, debido quizás a la inexistencia de una tendencia clara en los tipos de mercado a plazos comparables en ese período (véase gráfico 13). Si se considera un horizonte temporal más prolongado, entre diciembre del 2003 y julio del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo descendieron ligeramente, una trayectoria acorde con los tipos de interés de mercado comparables (v.g., el rendimiento de la deuda pública a cinco años disminuyó 10 puntos básicos en el citado período). Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM fueron mucho menos volátiles que los tipos de mercado comparables en el período considerado, consecuencia de la lenta transmisión habitual de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito. En general, los cambios en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones fueron relativamente moderados en los primeros siete meses del 2004, con la excepción del tipo de interés 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, que descendió más de 20 puntos básicos en el período analizado, provocando un ligero estrechamiento del diferencial con respecto al tipo de mercado comparable. Este estrechamiento puede estar relacionado, en cierta medida, con una percepción de mejora de la calidad crediticia de los prestatarios en un entorno de mejora de la situación económica.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones; 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 las páginas 29 a 31 del Boletín Mensual de agosto del 2004.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

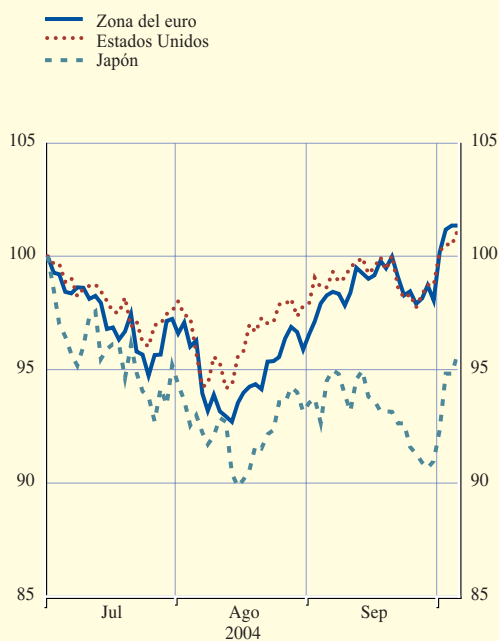
En septiembre, las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro y en Estados Unidos, como consecuencia de la publicación de resultados empresariales favorables. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 amplió ganó en torno a un 3% entre finales de agosto y el 6 de octubre (véase gráfico 14). A esta evolución parecen haber contribuido varios factores opuestos. Por un lado, las cotizaciones bursátiles se vieron sometidas a presiones a la baja generadas por

Gráfico 14 Índices bursátiles

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

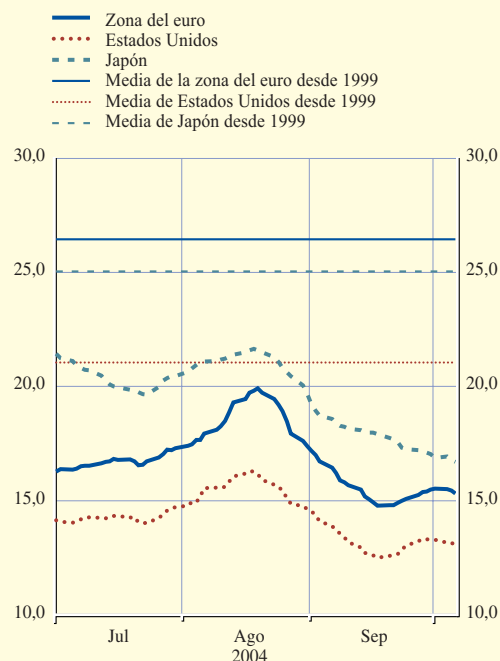


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades 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.

los elevados precios del petróleo y, por otro, resultaron impulsadas por la publicación de resultados empresariales favorables. El sector que registró la mayor subida generalizada en septiembre fue el energético, que se benefició del comportamiento de los precios del petróleo.

La incertidumbre de los mercados de renta variable estadounidenses, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, decreció entre finales de agosto y el 6 de octubre, alcanzando niveles muy inferiores a su media desde 1999 (véase gráfico 15).

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, subieron en torno a un 3% entre finales de agosto y el 6 de octubre. Esta ganancia pareció ser resultado de la publicación, hacia el final del período considerado, de datos macroeconómicos internos más favorables de lo esperado por el mercado. Estos datos parecieron haber contrarrestado las presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles generadas por la inquietud de los participantes en el mercado en torno al impacto de los elevados precios del petróleo sobre países que son importantes mercados para los exportadores japoneses.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre de los mercados japoneses de renta variable, disminuyó entre finales de agosto y el 6 de octubre, fecha en la que se situó en un nivel sensiblemente inferior a su media desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles ganaron alrededor de un 6% entre finales de agosto y el 6 de octubre, como consecuencia de la revisión al alza de las expectativas de beneficios empresariales para los próximos trimestres, así como de la publicación de datos positivos de ganancias efectivas. Todo ello pareció haber contrarrestado toda incidencia negativa que la subida de los precios del petróleo pudiera haber tenido, a través de la percepción de sus efectos, sobre los costes de los bienes intermedios y, de una manera más general, sobre la actividad económica.

La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, se redujo entre finales de agosto y el 6 de octubre, manteniéndose notablemente por debajo de su media desde 1999.

Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada en la zona del euro durante el mismo período, las cotizaciones bursátiles subieron en todos los sectores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX, aunque las ganancias más significativas se registraron en el sector tecnológico. Las cotizaciones de ese sector, que tiende a ser especialmente volátil y que había dado pruebas de debilidad en el mes anterior, parecen haberse beneficiado especialmente de la publicación de resultados empresariales más favorables de lo previsto.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro disminuyó ligeramente, desde el 2,3% observado en agosto del 2004 al 2,2% registrado en septiembre. La tasa de inflación medida por el IAPC se había mantenido estable en julio y agosto. El menor aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se vio compensado por un mayor incremento de la de los precios de la energía y de los bienes industriales no energéticos. En las primeras fases de la cadena de producción se espera que persistan algunas presiones al alza sobre los precios industriales, como consecuencia del alza de los precios de las materias primas. 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 de la zona del euro fue moderado en el primer semestre del 2004. De cara al futuro, no es probable que las tasas de inflación interanual vuelvan a niveles inferiores al 2% en lo que queda de año. Sin embargo, las perspectivas a medio plazo siguen siendo compatibles con la estabilidad de precios, aunque existen riesgos alcistas.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE SEPTIEMBRE DEL 2004

Según el avance de Eurostat, en septiembre del 2004 la inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó 0,1 puntos porcentuales en relación con el mes anterior, situándose en el 2,2% (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía de información detallada, parece que un nuevo ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de la energía se ha visto ampliamente compensado por un nuevo descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados. Sin embargo, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN AGOSTO DEL 2004

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,3% en agosto del 2004, sin cambios con respecto a julio. El menor aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se vio compensado por un mayor incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía y de los bienes industriales no energéticos.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2004 Abr	2004 May	2004 Jun	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,3	2,1	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Energía	-0,6	3,0	2,0	6,7	5,9	5,9	6,5	.
Alimentos no elaborados	3,1	2,1	1,6	1,7	1,2	0,7	-0,2	.
Alimentos elaborados	3,1	3,3	3,9	3,9	3,8	3,8	3,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,9	.
Servicios	3,1	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-0,1	1,4	1,4	2,4	2,4	2,9	3,1	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	27,6	30,9	29,3	30,7	34,1	35,0
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	19,7	21,1	21,9	18,0	11,0	6,9

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

Por lo que se refiere a los componentes más volátiles del IAPC, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo al -0,2% en agosto, desde el 0,7% de julio (véase gráfico 16). Esta evolución fue reflejo de un descenso más pronunciado de lo normal en agosto del 2004 y menos acusado de lo normal hace un año (es decir, un efecto de base). El descenso registrado recientemente fue resultado, principalmente, de la reducción de los precios de las frutas y hortalizas, cuya oferta fue abundante este verano debido a condiciones meteorológicas favorables. La tasa de variación interanual de los precios energéticos se elevó 0,6 puntos porcentuales, alcanzando el 6,5% en agosto, como consecuencia, fundamentalmente, de una nueva subida de los precios del petróleo en euros.

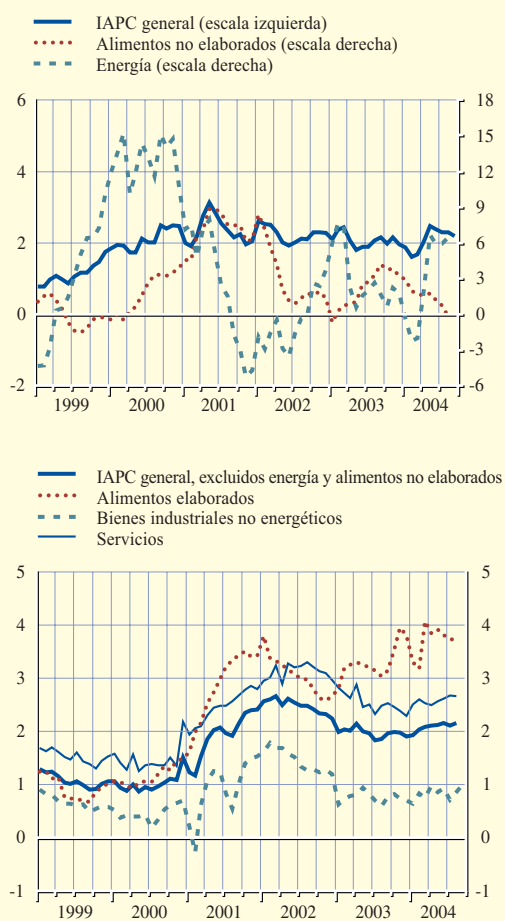
La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, aumentó 0,1 puntos porcentuales entre julio y agosto del 2004, hasta situarse en el 2,2%, como resultado del incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 16). Cabe destacar que esta elevación es reflejo, básicamente, de la evolución de los precios de los artículos de vestir, que tienen un fuerte carácter estacional, por lo que no debería considerarse como señal de un efecto indirecto de la reciente subida de los precios de la energía. En contraste con los precios de los bienes industriales, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó entre julio y agosto. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en agosto, ocultando un nuevo aumento de la tasa correspondiente de los precios de las vacaciones organizadas, que se vio compensado por una menor reducción de los precios de otros servicios (como el transporte y el alojamiento).

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, se elevó al 3,1% en agosto, desde el 2,9% de julio, como resultado, en gran medida, de un mayor incremento de la tasa de variación interanual de los precios de la energía y de los bienes intermedios (véase gráfico 17). Por su parte, la tasa de variación interanual del IPRI, excluidas la construcción y la energía, ascendió ligeramente entre julio y agosto.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

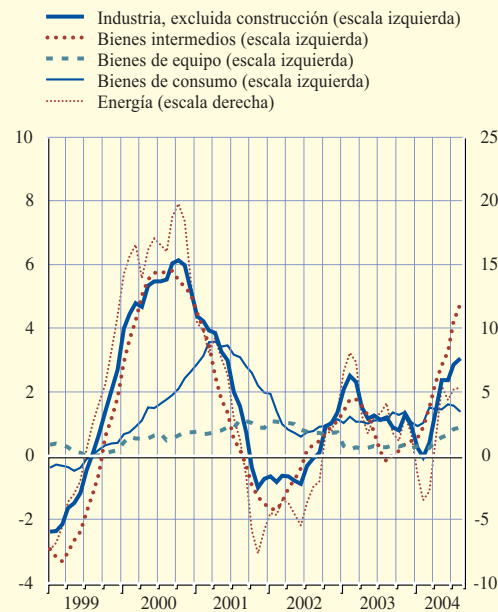
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía aumentó al 5,4% en agosto, desde el 5,2% registrado en julio, como reflejo, fundamentalmente, de la fuerte subida de los precios del petróleo en euros observada en agosto, que se vio compensada, en parte, por un efecto de base favorable. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se elevó nuevamente en agosto, hasta el 4,8%.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo disminuyó hasta el 1,4% en agosto, debido al descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero. Dentro de este componente, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos y de las bebidas se redujo en agosto, mientras que las anteriores subidas de los precios del tabaco siguieron contribuyendo de forma significativa a la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero no experimentó cambios en agosto. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo volvió a elevarse ligeramente en agosto.

Por otro lado, los datos de las encuestas sobre los precios de los bienes intermedios sugieren que cabe esperar nuevos aumentos de los precios industriales. El Índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras, experimentó una notable subida, hasta situarse en 71,3 en septiembre, con lo que se mantiene muy por encima de 50, señal de que los encuestados perciben la existencia de considerables presiones sobre los costes de los bienes intermedios en el sector manufacturero. La elevación del índice observada entre agosto y septiembre se debió a nuevas alzas de los precios de la energía y de los costes de varios de los principales bienes intermedios distintos de los combustibles (como el acero y los componentes electrónicos). En septiembre, los precios de las manufacturas subieron por séptimo mes consecutivo, reflejo del impacto de la evolución de los costes de los bienes intermedios mencionada anteriormente. Por el contrario, en el sector servicios el índice de precios de la zona del euro descendió a 58,3 en septiembre, aunque también este índice sigue reflejando aumentos de los costes de los bienes intermedios.

En conjunto, los datos más recientes relativos a la evolución de los precios en las primeras fases de la cadena de producción pueden apuntar a algunas nuevas presiones al alza, pero no existen hasta el momento claras señales de efectos indirectos de los precios de la energía sobre los precios de los bienes de consumo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El indicador de salarios negociados y la primera estimación del índice de costes laborales por hora ofrecen datos sobre la evolución de los costes laborales de la zona del euro en el segundo trimestre del 2004 (véase cuadro 6). En general, tal y como estaba previsto, el crecimiento interanual de los salarios negociados disminuyó ligeramente hasta el 2,2% registrado en el segundo trimestre, desde el 2,3% alcanzado en el primero. Los costes laborales por

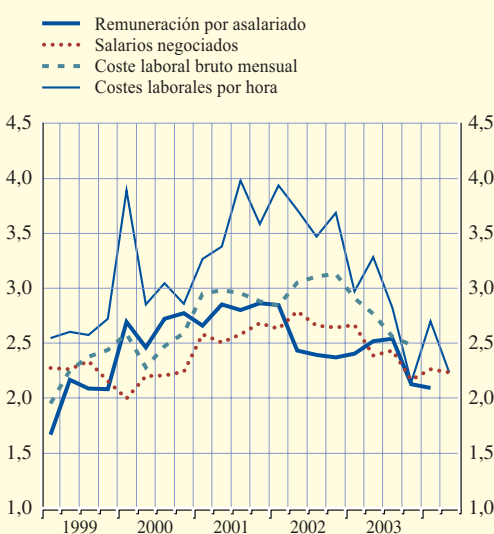
hora de la zona del euro aumentaron un 2,2% en tasa interanual en el segundo trimestre, frente al 2,7% del primero.

El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2,1% en el primer trimestre del 2004, confirmando la tendencia a la baja observada en los dos últimos años. Además, una estimación de la remuneración por asalariado de la zona del euro en el segundo trimestre, basada en los datos nacionales disponibles, con una cobertura de la zona de aproximadamente el 90%, sugiere que la tasa de crecimiento interanual correspondiente podría haberse reducido ligeramente entre el primer y el segundo trimestres.

Todos los indicadores de costes laborales siguen respaldando la opinión de que el crecimiento salarial se ha desacelerado recientemente, hasta situarse, como promedio, en el 2%-2,5% en el primer semestre del 2004, tras la aceleración registrada en la mayor parte del 2002 y del 2003 (véase gráfico 18). El crecimiento de los costes laborales unitarios volverá probablemente a descender en el segundo trimestre, debido a un nuevo fuerte aumento del crecimiento de la productividad. En el futuro, un crecimiento salarial moderado, como consecuencia de la debilidad del mercado de trabajo, unido a un crecimiento favorable de la productividad laboral, debería propiciar tasas de crecimiento moderadas de los costes laborales unitarios en los próximos trimestres.

Gráfico 18 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, la reciente elevación de los precios del petróleo podría generar nuevas presiones al alza sobre el IAPC a corto plazo. Las actuales expectativas del mercado respecto a los precios del petróleo hacen poco probable que las tasas de inflación vuelvan a niveles inferiores al 2% en lo que queda de año. Sin embargo, a más largo plazo las tasas de inflación deberían descender por debajo del 2% en el 2005 y no existen en estos momentos indicios de mayores presiones inflacionistas subyacentes a escala

Cuadro 6 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	3,3	2,8	2,1	2,7	2,2
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	2,1	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	1,1	1,8
Costes laborales unitarios	2,2	2,1	2,5	2,4	1,6	1,0	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

interna. La evolución reciente de los salarios ha sido moderada y, a la vista del alto nivel de desempleo que se sigue observando en la zona del euro, se espera que esta tendencia se mantenga durante un cierto tiempo. Sin embargo, esta valoración se basa en el supuesto de que los precios del petróleo disminuyan en línea con los precios de futuros en los próximos trimestres. Por otro lado, la evolución futura de los impuestos indirectos y de los precios administrados podría tener una incidencia al alza. 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.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La primera estimación de los datos de contabilidad nacional para la zona del euro relativa al segundo trimestre del 2004 mostró una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,5%, ligeramente inferior al 0,6% registrado en el primer trimestre. La demanda exterior neta desempeñó de nuevo un papel fundamental en el crecimiento de la actividad de la zona del euro, mientras que la contribución de la demanda interna continuó siendo moderada. En lo que se refiere al tercer trimestre, las encuestas apuntan, en general, a un crecimiento prácticamente estable tanto de las manufacturas como de los servicios. El mercado de trabajo presenta ciertas señales de mejora, pero su evolución hasta el momento ha seguido siendo relativamente débil. De cara al futuro, se espera que la recuperación prosiga en los trimestres siguientes a un ritmo, en general, en línea con el observado recientemente.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

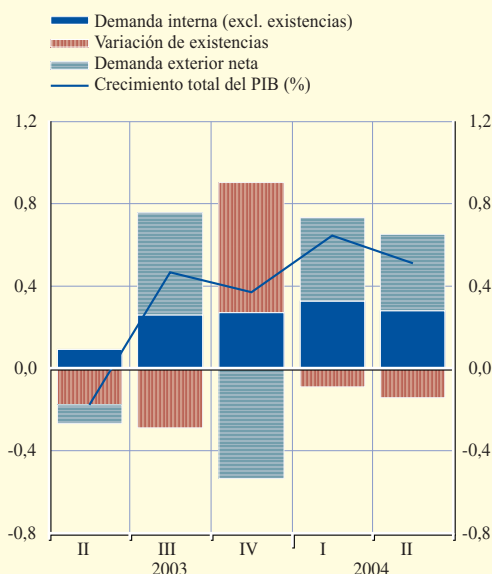
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Como era de esperar, la primera estimación de los datos de contabilidad nacional para el segundo trimestre muestra que el ritmo de la recuperación fue relativamente sostenido en el primer semestre del 2004. Tras registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,6% en el primer trimestre, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,5% en el segundo trimestre, confirmando el avance publicado por Eurostat el mes anterior (véase gráfico 19).

Al igual que en el primer trimestre del 2004, en el segundo trimestre la actividad económica se vio favorecida principalmente por una aportación significativa de la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna siguió siendo relativamente débil y la variación de existencias contribuyó negativamente al crecimiento. Las exportaciones se aceleraron nuevamente en el segundo trimestre, impulsadas por el vigor

Gráfico 19 Contribuciones al crecimiento del PIB real

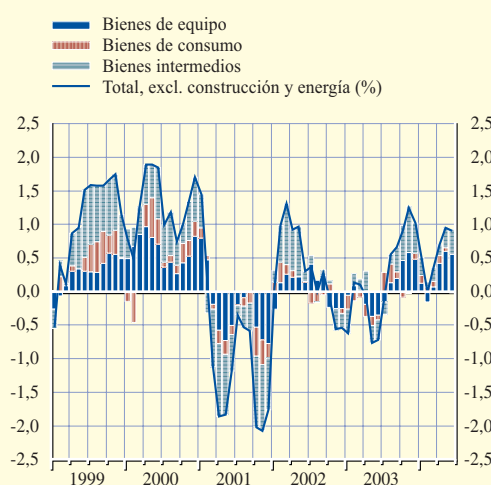
(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial

(contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

de la demanda exterior. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta no experimentó variaciones con respecto al primer trimestre, debido a una considerable aceleración de las importaciones. En cuanto a la demanda interna, el crecimiento del consumo privado se redujo en el segundo trimestre, como resultado, en parte, del efecto desfavorable de los alzas de los precios del petróleo sobre la renta real. No obstante, el gasto en consumo también se desaceleró en términos nominales, lo que sugiere que intervinieron otros factores, como la corrección del fuerte consumo observado en el primer trimestre. La inversión aumentó ligeramente en el segundo trimestre, mientras que las cifras para el primer trimestre del 2004 se revisaron significativamente a la baja. La debilidad de la inversión durante el primer semestre del año fue en buena parte consecuencia del sustancial descenso de la inversión en construcción, al tiempo que los gastos de capital se incrementaron en consonancia con el ritmo de la actividad económica general.

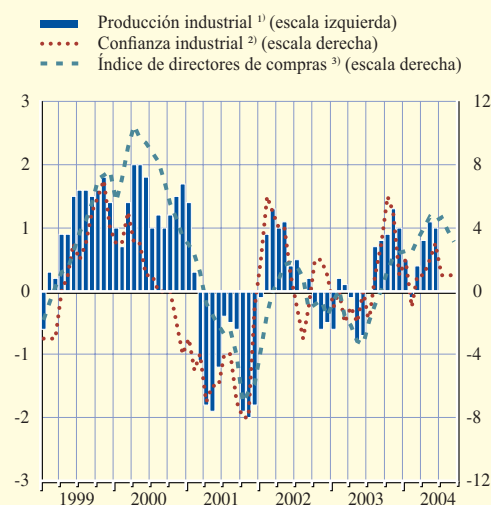
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La actividad industrial fue relativamente intensa en el segundo trimestre, y los datos disponibles hasta julio muestran que esta intensidad se mantuvo prácticamente hasta el inicio del tercer trimestre. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) aumentó en julio un 0,3% en tasa intermensual, y siguió creciendo, en términos de medias móviles de tres meses, a una tasa ligeramente inferior al 1% (véase gráfico 20).

En los últimos meses, la evolución de las tres principales ramas de actividad industrial ha diferido sensiblemente. La producción de bienes de equipo ha aumentado fuertemente, creciendo en julio en torno a un 2% en términos de medias móviles de tres meses. La producción de bienes intermedios se incrementó con menos rapidez, al tiempo que los bienes de consumo se mantuvieron prácticamente sin cambios en los tres meses hasta julio, frente a los tres meses anteriores. Esta evolución es bastante habitual en una recuperación, aunque la producción de bienes de consumo sigue siendo, en estos momentos, relativamente moderada.

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

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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

Los datos de las encuestas relativos a las manufacturas mostraron señales parcialmente contradictorias en el tercer trimestre, si bien tendían a indicar un ritmo relativamente estable en la actividad manufacturera en comparación con el segundo trimestre. Las encuestas relativas a los servicios ponían también de manifiesto un panorama similar de crecimiento prácticamente estable.

Se han hecho públicas las cifras de confianza industrial de agosto y septiembre procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, e indican una leve mejora en septiembre, tras mantenerse inalteradas en los tres meses anteriores (véase gráfico 21). Se considera, pues, que la confianza ha aumentado en el tercer trimestre, sobre todo por la mejor valoración de las carteras de pedidos, mientras que las expectativas de producción se redujeron ligeramente con respecto al segundo trimestre. La evolución seguida recientemente por el índice de directores de compras de las manufacturas contrastó con la de la confianza industrial en el tercer trimestre. Este índice disminuyó en septiembre

por segundo mes consecutivo, lo que supone un valor medio inferior en el tercer trimestre que en el segundo. Este descenso tuvo su origen en los componentes relativos al producto, los nuevos pedidos y los plazos de entrega de los proveedores. Con todo, el índice de directores de compras sigue apuntando a un crecimiento sostenido del producto en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más moderado.

Los resultados de las encuestas son acordes también con el ritmo de crecimiento de los servicios, que se encuentra próximo al observado en el segundo trimestre, o ligeramente por debajo. En septiembre, las encuestas de opinión de la Comisión Europea mostraron un leve empeoramiento de la confianza de los servicios, debido a un deterioro del clima empresarial general y de las tendencias recientes de la demanda, que se vio compensado, en parte, por las expectativas de un aumento de la demanda. Sin embargo, en una perspectiva a largo plazo el indicador de confianza se ha mantenido próximo a su valor medio desde el inicio del año. El índice de actividad comercial de la encuesta a los directores de compras de los servicios también descendió en septiembre hasta situarse en 53,3, prolongándose con ello la tendencia a la baja observada desde finales del año pasado. A pesar de los recientes descensos, el índice se mantiene en un nivel compatible con un crecimiento sostenido de los servicios durante el tercer trimestre del 2004.

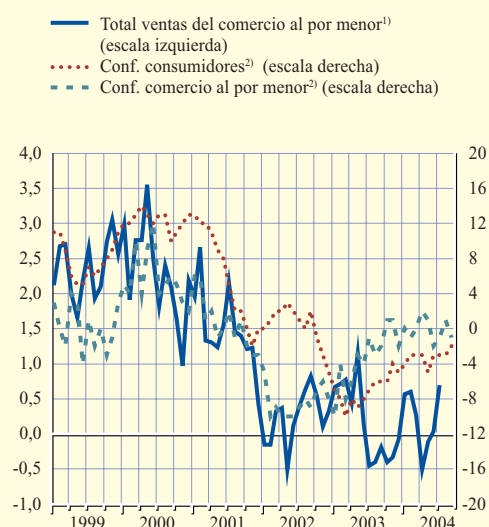
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores mensuales del gasto de los hogares siguen mostrando un comportamiento dispar en el tercer trimestre.

Se estima que el volumen de ventas del comercio al por menor se redujo un 1,3% en tasa intermensual durante el mes de agosto, mientras que los datos de julio se revisaron a la baja hasta indicar un crecimiento nulo. El descenso de agosto se distribuyó por igual entre los alimentos y los productos no alimenticios. Como es habitual, sólo se dispondrá de más detalles sobre los subcomponentes cuando se publiquen los datos revisados el mes próximo. A pesar de la evolución relativamente poco favorable observada en julio y agosto, las tasas de

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

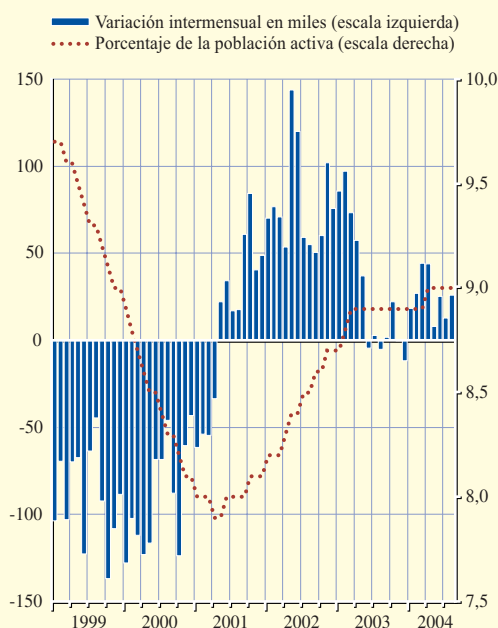
(datos mensuales)



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

Gráfico 23 Desempleo

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

crecimiento intertrimestrales e interanuales mejoraron con los últimos datos, como consecuencia, fundamentalmente, del efecto de la importante subida mensual registrada en junio (véase gráfico 22). Con respecto a otros indicadores del gasto de los hogares, las matriculaciones de automóviles descendieron considerablemente en julio y agosto, situándose en estos momentos un 4,5% por debajo de su nivel medio en el segundo trimestre. En general, la evolución reciente del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles apuntaría a una fortalecimiento significativo del consumo privado en el tercer trimestre del 2004.

No obstante, la confianza de los consumidores mejoró ligeramente en septiembre, así como en el tercer trimestre en su conjunto, continuando así el movimiento gradual al alza observado desde comienzos del 2003. Las expectativas de los consumidores con respecto a la situación económica y al paro fueron más positivas en septiembre. Con todo, las respuestas a las preguntas relativas específicamente al consumo y al ahorro indican que los consumidores de la zona del euro puede que no hayan modificado sustancialmente en el transcurso del tercer trimestre sus pautas de gasto actuales o previstas.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 9% en agosto, sin registrar cambios desde abril del 2004 (véase gráfico 23). El número de desempleados se incrementó algo más en agosto que en julio, pero la evolución observada durante los dos últimos meses sugiere que el crecimiento medio del desempleo fue inferior en el tercer trimestre que en el segundo, trimestre en que, a su vez, el crecimiento medio fue más bajo que en el primer trimestre del año.

Junto con indicaciones de que el descenso observado en el número de vacantes podría haberse desacelerado hacia mediados de año, lo anterior apunta a una posible estabilización de las condiciones del mercado de trabajo.

EMPLEO

Se estima que el empleo aumentó un 0,1% en el segundo trimestre del 2004, frente al crecimiento nulo del primer trimestre (véase cuadro 7). Este incremento refleja una menor contracción del empleo industrial y un crecimiento del empleo ligeramente más intenso en los servicios. La productividad del trabajo por asalariado experimentó una nueva aceleración en el segundo trimestre, hasta el 1,8% en tasa interanual, superando por primera vez desde comienzos del 2002 la tasa media de crecimiento alcanzada en la década de los noventa. El reciente avance de la productividad por asalariado obedece, principalmente, a los retardos habituales en el ajuste del empleo al vigoroso crecimiento del

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PIB real. Se cuenta también con evidencia provisional relativa a que las horas trabajadas por asalariado, que podrían haberse ajustado a la baja durante el reciente período de lento crecimiento, están creciendo en la actual fase de recuperación (véase el recuadro 1, titulado «Evolución del total de horas trabajadas en la zona del euro»).

En cuanto a la evolución en el tercer trimestre, las encuestas relativas al empleo apuntan, en general, a una situación de práctica estabilidad con respecto al segundo trimestre. Según las últimas encuestas de la Comisión Europea, las expectativas de creación de empleo en las manufacturas mejoraron de forma marginal en septiembre, pero no registraron modificaciones significativas en el tercer trimestre en su conjunto, mientras que empeoraron ligeramente en los servicios tanto en septiembre como en el conjunto del tercer trimestre. El índice de de empleo de la encuesta a los directores de compras de la industria manufacturera y de los servicios se recuperó ligeramente en septiembre y, en promedio, en el tercer trimestre.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las últimas informaciones disponibles han confirmado que la recuperación prosigue tal y como se esperaba. Concretamente, las encuestas se corresponden con el crecimiento sostenido observado en el tercer trimestre del 2004.

De cara al futuro, aunque se ha puesto de manifiesto recientemente cierta incertidumbre con respecto al fortalecimiento esperado de la actividad, relacionada, en parte, con la desfavorable evolución de los mercados del petróleo, se prevé que la recuperación continúe en los próximos trimestres, a un ritmo acorde con el observado recientemente. Es de esperar que la demanda exterior de la zona del euro se mantenga, respaldando así el crecimiento de las exportaciones, al tiempo que se dan las condiciones para un fortalecimiento gradual de la demanda interna. En concreto, la inversión debería beneficiarse del entorno actual de bajos tipos de interés, restablecimiento de los beneficios empresariales y favorables expectativas de crecimiento. Además, hay margen aún para que se recupere el consumo privado en correspondencia con el crecimiento de la renta real disponible, que se espera que se vea respaldado por una mejora paulatina del empleo.

Recuadro 1

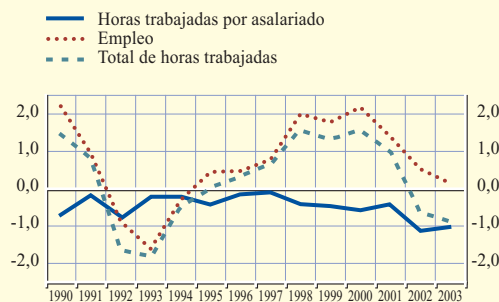
EVOLUCIÓN DEL TOTAL DE HORAS TRABAJADAS EN LA ZONA DEL EURO

A fin de minimizar los costes a lo largo del ciclo económico, las empresas intentan ajustar los *inputs* utilizados (incluido el factor trabajo) en función de la evolución de la demanda de producto. Debido a que el ajuste del empleo en términos de número de asalariados supone costes fijos, con frecuencia las empresas ajustan en parte el factor trabajo modificando las horas trabajadas por asalariado. En el presente recuadro se analiza la evidencia disponible sobre el ajuste cíclico del total de horas trabajadas en la zona del euro. La evolución de una estimación del BCE relativa al total de horas trabajadas en la zona indica que, durante el reciente período de lento crecimiento, las empresas pueden haber ajustado a la baja su factor trabajo en términos de horas trabajadas por asalariado en mayor medida que durante la desaceleración registrada a comienzos de los años noventa. Sin embargo, dada la dificultad de distinguir claramente un posible descenso cíclico de otros factores (incluida la evolución tendencial) que afectan a las horas trabajadas, estas conclusiones no dejan de ser provisionales.

La falta de datos oficiales limita el análisis de la evolución cíclica de las horas trabajadas en la zona del euro. Para obtener una estimación del total de horas trabajadas se han utilizado los datos anuales de horas trabajadas por asalariado de la encuesta de población activa europea, que se han multiplicado por el número total de asalariados. Por consiguiente, la evolución del total de horas trabajadas refleja los cambios observados en el

Total de horas trabajadas, empleo y horas trabajadas por asalariado

(tasas de variación interanual; datos anuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

esta evidencia apunta que el total de horas trabajadas parece responder algo más rápidamente que el empleo a cambios en la actividad económica. Por lo que se refiere al reciente período de ralentización del crecimiento, existe evidencia de que las horas trabajadas por asalariado pueden haber disminuido algo más durante ese período que durante la desaceleración relativamente más pronunciada de la actividad económica registrada a principios de los noventa¹. Sin embargo, cabe resaltar que es difícil hacer una clara distinción entre un posible descenso cíclico y otras variaciones a corto plazo de las horas trabajadas, como el efecto de días laborables y la reducción de la media de horas trabajadas de algunos países de la zona del euro. Así pues, las conclusiones sobre el papel de las horas trabajadas durante el reciente período de lento crecimiento han de ser provisionales.

La evolución de la estimación del total de horas trabajadas sugiere que las empresas pueden haber ganado flexibilidad para reducir costes mediante el ajuste de las horas trabajadas a lo largo de la década de los noventa. Los casos de los que se tiene conocimiento respaldan la opinión de que las empresas han ajustado las horas trabajadas por asalariado de distintas maneras. El marco regulador de las horas trabajadas anuales en la zona del euro se rige por la legislación y, dentro de este marco, las empresas son las que establecen normalmente sus propios sistemas, cuyas condiciones se negocian frecuentemente en los convenios colectivos. Según el Observatorio Europeo de Relaciones Industriales (EIRO, en su sigla en inglés)², en los últimos años se han observado muy pocos casos de fuertes recortes generales de las horas trabajadas semanales, mientras que las reducciones negociadas por las empresas han sido de escasa magnitud y se han referido, en gran medida, a recortes de las horas trabajadas semanales y anuales y/o a la introducción de nuevas excedencias. Por otro lado, se están generalizando acuerdos, como la anualización de las horas trabajadas, que permiten calcular y distribuir la jornada laboral de manera flexible a lo largo del año. En general, con estos acuerdos las empresas tienen una menor necesidad de ajustar el empleo en el transcurso del ciclo económico y aplican el ajuste a las horas trabajadas por asalariado, lo que permite reducir los costes de contratación y despido de personal fijo a tiempo completo.

De cara al futuro, el posible ajuste a la baja de las horas trabajadas registrado durante el reciente período de menor ritmo de crecimiento implicaría que, en una fase de recuperación, las empresas aumentarán probablemente las horas trabajadas por asalariado, antes de potenciar el empleo. Algunas evidencias recientes sugieren que las horas trabajadas por asalariado en la zona del euro han ido aumentando efectivamente desde mediados del 2003 y se espera que este incremento venga seguido de un crecimiento gradual del empleo.

número de asalariados y en las horas efectivas trabajadas por asalariado tanto a tiempo parcial como a tiempo completo. En las horas efectivas trabajadas no se tienen en cuenta las ausencias debidas, por ejemplo, a excedencias anuales o a bajas por enfermedad, mientras que se incluyen las horas extraordinarias.

La estimación de horas trabajadas muestra una tendencia decreciente de las horas trabajadas por asalariado durante la década de los noventa, así como evidencias de cambios cíclicos en el total de horas trabajadas y en el empleo (véase gráfico). De acuerdo con las correlaciones con la actividad observadas en las dos últimas décadas, el total de horas trabajadas presenta un carácter claramente procíclico. Además,

1 El descenso registrado en las horas trabajadas por asalariado a partir del 2001 ha sido generalizado en la mayor parte de los países de la zona del euro, siendo más fuerte en Francia debido a la implantación de la semana de 35 horas. Sin embargo, las principales conclusiones del análisis no varían, aunque se excluya Francia.

2 Organismo tripartito de seguimiento basado en una red de institutos de investigación, que realiza el seguimiento de la evolución de los mercados de trabajo en la Unión Europea (puede obtenerse más información en www.eiro.eurofound.eu.int).

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

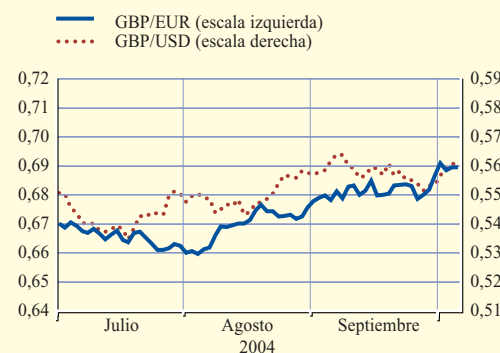
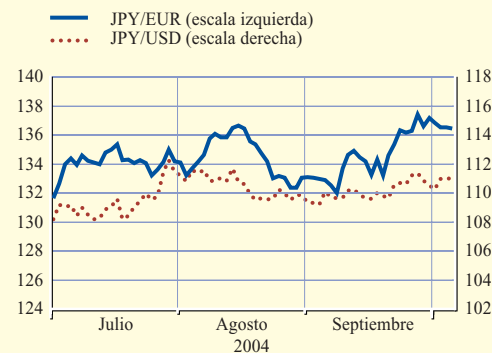
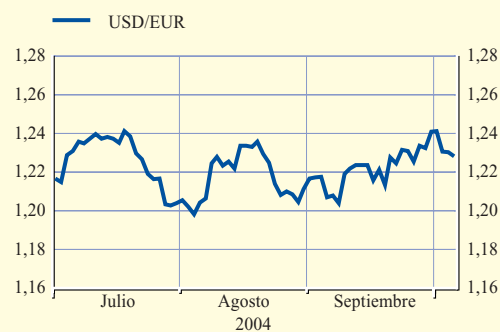
El euro experimentó una leve apreciación frente a la mayoría de las principales divisas en septiembre y a comienzos de octubre del 2004. No obstante, en un entorno caracterizado por una persistente incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento y de la inflación a medio plazo en todas las áreas económicas relevantes, los principales tipos de cambio se mantuvieron, en líneas generales, dentro de los intervalos observados desde mayo del presente año, dado que los datos económicos conocidos durante el período analizado sólo afectaron de forma transitoria a las paridades cambiarias. Por otra parte, el euro continuó depreciándose moderadamente frente a la corona sueca y a las monedas de las tres principales economías del grupo de nuevos Estados miembros de la UE, en especial con respecto al zloty polaco.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras la depreciación registrada en la segunda quincena de agosto, el euro se apreció de forma leve y gradual frente al dólar estadounidense durante la mayor parte del mes de septiembre (véase gráfico 24). A lo largo de este período, los indicios de una moderación de las tensiones inflacionistas en Estados Unidos contribuyeron a un descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses, y pueden haber ejercido así ciertas presiones a la baja sobre la divisa estadounidense. Sin embargo, las repercusiones de la publicación de otros datos económicos en la paridad dólar/euro fueron, aparentemente, bastante limitadas. En concreto, el mercado ya había anticipado, en gran medida, los datos indicativos de un deterioro adicional del déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos en el segundo trimestre del 2004, dado el conocimiento previo de un aumento de las cifras mensuales de déficit comercial, por lo que no se observaron efectos negativos reseñables en la moneda estadounidense. De igual forma, el mercado había descontado con anterioridad la decisión adoptada por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal en su reunión del 21 de septiembre de elevar los tipos de interés en 25 puntos básicos, de manera que no provocó un estímulo duradero sobre el dólar. Posteriormente, a comienzos de octubre, la divisa estadounidense se apreció ligeramente frente a la totalidad de las principales monedas.

Gráfico 24 Evolución de los tipos de cambio

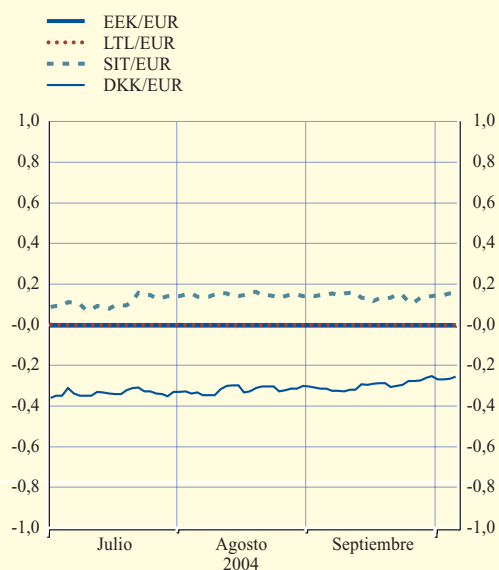
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 25 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 $\pm 15\%$.

El 6 de octubre, el euro cotizaba a 1,23 dólares, es decir, un 1,4% más que a finales de agosto, y un 8,6% por encima de la media del año 2003.

YEN JAPONÉS/EURO

El euro también se apreció moderadamente frente al yen japonés en septiembre (véase gráfico 24), al tiempo que la divisa nipona se mantenía prácticamente estable frente al dólar estadounidense. Los datos publicados en septiembre, indicativos de una desaceleración de la producción industrial y de un aumento de la tasa de desempleo en Japón, podrían haber tenido una influencia negativa sobre la confianza de los mercados en el yen. Estas presiones se vieron de nuevo acentuadas por la caída transitoria de los precios de la renta variable observada durante la segunda quincena de septiembre, un descenso registrado pese a la evolución bastante favorable de la rentabilidad de las empresas y del clima de confianza en Japón. No obstante, hacia finales del período analizado, la divisa nipona se apreció con la difusión de un índice relativamente positivo de la encuesta de actividad empresarial Tankan, que también contribuyó a la recuperación de

las cotizaciones bursátiles. El 6 de octubre, el euro cotizaba a 136,5 yenes, esto es, un 2,6% más que a finales de agosto y un 4,2% 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 dólar esloveno continuaron fluctuando dentro de intervalos estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 25). Las cotizaciones de la corona estonia y de la lita lituana permanecieron sin cambios en relación con sus paridades centrales, en consonancia con los compromisos unilaterales de Estonia y Lituania de mantenimiento de sus sistemas de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación habituales del MTC II.

El euro también se apreció de forma moderada frente a la libra esterlina en septiembre y a comienzos de octubre (véase gráfico 24). El debilitamiento de la libra durante este período volvió a obedecer, básicamente, a una moderación de las expectativas existentes en los mercados acerca de la senda de las futuras medidas de restricción monetaria en el Reino Unido, ante la percepción, por el mercado, de que el ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda posiblemente se ha ralentizado en los últimos meses. El 6 de octubre, el euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, es decir, a un nivel superior en un 2,1% al registrado a finales de agosto, pero cercano a la media del año 2003. Por otra parte, el euro se depreció en septiembre frente a la corona sueca, el zloty polaco, la corona checa y el forint húngaro. Al mismo tiempo, la moneda única se apreció con respecto al lats letón, mientras que se mantenía estable, en líneas generales, frente a la libra chipriota, la corona eslovaca y la lira maltesa.

OTRAS MONEDAS

El euro se apreció ligeramente frente al franco suizo, al tiempo que se depreció frente al dólar canadiense y la corona noruega, que se beneficiaron de la continua subida de los precios del petróleo y del nivel relativamente elevado de los precios de las materias primas no energéticas. Al mismo tiempo, el euro se apreció no sólo con respecto a las monedas asiáticas ligadas directamente al dólar estadounidense, como el renminbi chino y el dólar de Hong Kong, sino también frente al won surcoreano.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de octubre, 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 un 1% por encima de su nivel a finales de agosto, y un 3,6% por encima de la media del año 2003 (véase gráfico 26). La apreciación del euro en términos efectivos observada en septiembre se debió, fundamentalmente, a su fortalecimiento frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y el yen japonés, es decir, frente a las monedas con una ponderación relativa considerable en la cesta de tipos de cambio efectivos ponderados por el comercio, que se vio compensada, en parte, por su moderada depreciación con respecto a las monedas de los países exportadores de materias primas, así como frente a las de algunos de los nuevos Estados miembros de la UE.

5.2 BALANZA DE PAGOS

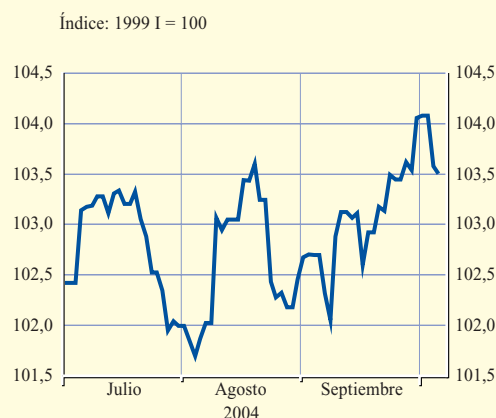
Las exportaciones de bienes en términos nominales crecieron en julio un 0,7% con respecto a las del mes anterior, mientras que las importaciones aumentaron un 1,1%, en parte debido a la escalada de los precios del petróleo. Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente ha aumentado de manera continua desde finales del año 2003, como reflejo, principalmente, del fuerte crecimiento de las exportaciones derivado de una intensa demanda exterior. En la cuenta financiera se registraron abultadas salidas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera durante el periodo de doce meses transcurrido hasta julio del 2004. Sin embargo, las salidas netas en el saldo acumulado de inversiones de cartera han estado disminuyendo desde el segundo trimestre del año en curso, debido, posiblemente, a la mejora de la situación económica en la zona del euro.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

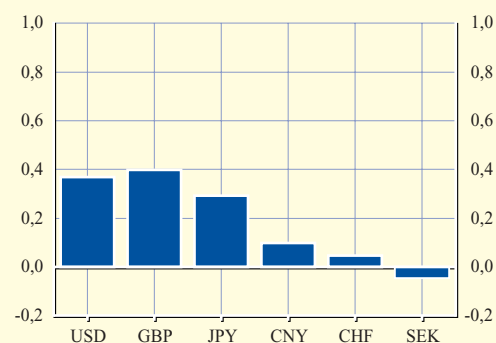
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro arrojó un superávit de 1,8 mm de euros en julio del 2004, que corresponde a un superávit de 3,1 mm de euros con datos sin desestaciona-

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

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
31 agosto 2004 - 6 octubre 2004
(en puntos porcentuales)



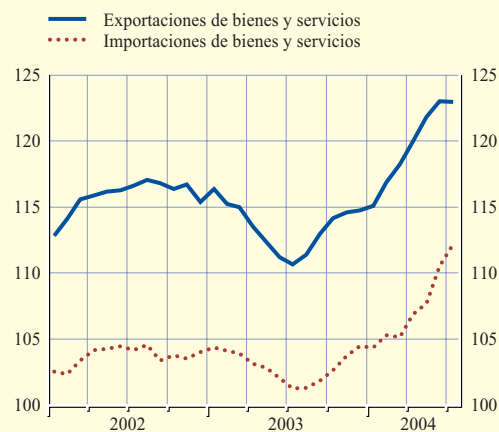
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 23 socios comerciales más importantes de la zona del euro.

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.

Gráfico 27 Exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la zona del euro

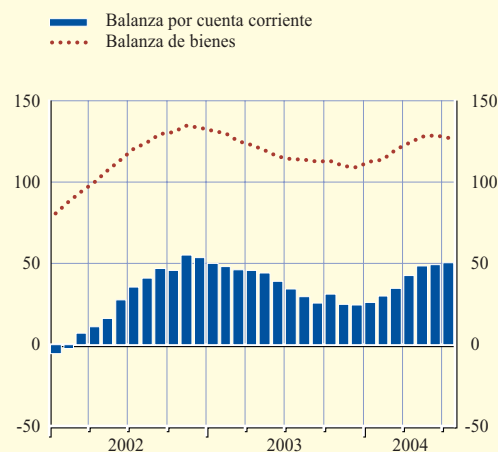
(mm de euros; medias móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 28 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.

lizar. Esta cifra fue, básicamente, el resultado de un superávit de la balanza de bienes, que se vio compensado, aunque sólo en cierta medida, por un déficit de la balanza de transferencias corrientes, mientras que las balanzas de servicios y de rentas se mantuvieron prácticamente en equilibrio (véase cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). En comparación con los datos del mes anterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente aumentó en 1,4 mm de euros, fundamentalmente como consecuencia de un descenso de 4,2 mm de euros del déficit de la balanza de rentas, que fue parcialmente compensado por una disminución de 1,2 mm de euros del superávit de la balanza de servicios y por un aumento de 1,3 mm de euros del déficit de la balanza de transferencias corrientes.

En julio, las exportaciones de bienes en términos nominales crecieron un 0,7% con respecto a las del mes anterior, en parte como reflejo de una fuerte demanda exterior, mientras que las importaciones aumentaron un 1,1%, impulsadas por la subida de los precios del petróleo y el actual crecimiento de la demanda de la zona del euro. En contraposición, las exportaciones de servicios disminuyeron de manera significativa durante ese mismo período, mientras que las importaciones se redujeron en una menor cuantía. En consecuencia, la media móvil de tres meses de las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales experimentó un estancamiento en julio, al tiempo que las importaciones de bienes y servicios continuaron mostrando un crecimiento vigoroso (véase gráfico 27).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ha aumentado de manera continua, desde un mínimo de aproximadamente 24 mm de euros a finales del 2003 hasta 50,1 mm de euros en julio del 2004 (véase gráfico 28). La evolución del superávit de la balanza de bienes y de la balanza de rentas han sido los principales factores responsables del citado incremento. En el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2004, las cifras en términos nominales acumuladas de las exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro crecieron un 4,2% y un 3,3%, respectivamente, con respecto a las registradas durante el período de doce meses precedente. Aunque el aumento de las cifras de importación se debió, en parte, al alza

de los precios del petróleo, la intensa demanda exterior se ha revelado como un importante factor explicativo del incremento de las exportaciones. En el recuadro 2 se presenta una descripción detallada de la composición geográfica de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro en un horizonte temporal más dilatado. En el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2004, el déficit acumulado de la balanza de rentas se redujo en 15,8 mm de euros, principalmente como resultado de un descenso de los pagos por rentas.

El detalle de los datos sobre flujos comerciales en cifras reales y precios, con arreglo a las estadísticas de comercio exterior de Eurostat hasta junio del 2004, muestra que el aumento de las exportaciones en términos nominales observado en el segundo trimestre del 2004 parece haber obedecido tanto a un incremento de las cifras de exportaciones en términos reales como a una subida de los precios (véase cuadro 7.3 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Este

incremento es acorde con la vigorosa demanda exterior observada en el segundo trimestre, que también podría constituir un factor explicativo parcial del aumento de los precios de exportación registrado en el mismo período. Ciertamente, los exportadores de la zona del euro podrían haber aprovechado las favorables condiciones de la demanda para subir sus precios y sus márgenes, que habían estado descendiendo desde el segundo trimestre del 2002 cuando el euro comenzó a apreciarse. Al mismo tiempo, el incremento de las importaciones en términos nominales en el segundo trimestre del 2004 parece haber obedecido, primordialmente, a un alza de los precios de importación, atribuible, en gran medida, a la escalada de los precios del petróleo en dólares estadounidenses, y acentuada por la moderada depreciación del euro frente al dólar durante el mencionado período.

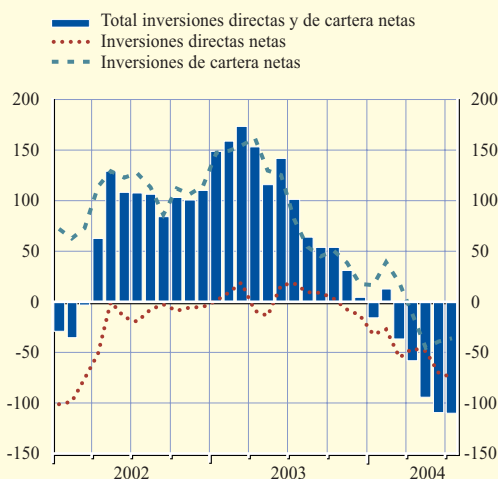
CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera arrojó unas salidas netas por importe de 38,7 mm de euros en julio del 2004. En concreto, las inversiones de cartera de la zona del euro registraron unas salidas netas relativamente abultadas (por valor de 30,5 mm de euros), básicamente como reflejo de las salidas netas (36,7 mm de euros) contabilizadas en la rúbrica de valores distintos de acciones, que sólo se vieron parcialmente compensadas por las entradas netas (6,2 mm de euros) en la rúbrica de acciones y participaciones.

Las salidas netas en la rúbrica de valores distintos de acciones guardaron relación, principalmente, con las adquisiciones netas de valores de renta fija extranjera por parte de residentes en la zona del euro, que totalizaron 30,1 mm de euros. Las inversiones directas registraron unas salidas netas por importe de 8,3 mm de euros durante el mes de julio, reflejo de las salidas netas contabilizadas tanto en acciones y otras participaciones, especialmente como resultado de las inversiones de la zona del euro en el exterior, como en la rúbrica de «otro capital» (que incluye, fundamentalmente, los préstamos entre empresas relacionadas).

Gráfico 29 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.

En el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas salidas netas acumuladas por importe de 110,1 mm de euros, frente a las entradas netas por valor de 101,2 mm de euros contabilizadas un año antes. En julio, dicho agregado arrojó salidas netas acumuladas por quinto mes consecutivo. Esta evolución durante los doce meses transcurridos hasta julio del 2004 se debió a un cambio de tendencia de similar magnitud tanto en inversiones de cartera como directas, y ambas rúbricas han pasado de entradas netas a salidas netas (véase gráfico 29). El cambio de tendencia de las inversiones directas netas ha obedecido, principalmente, a un descenso gradual de las entradas de inversiones directas a la zona del euro (desde 140,9 mm de euros hasta 33,8 mm de euros), mientras que las inversiones directas de la zona del euro en el exterior han mantenido una relativa estabilidad durante dicho período. El cambio de signo de las inversiones de cartera se debió, en gran medida, a una reducción (90,4 mm de euros) de las adquisiciones netas de valores distintos de acciones de la zona del euro por parte de no residentes y, en menor grado, a un aumento (73,5 mm de euros) de las adquisiciones netas por residentes en la zona del euro de acciones y participaciones emitidas por no residentes.

En conjunto, las cifras acumuladas de inversiones de cartera continúan registrando salidas netas, aunque han disminuido desde el segundo trimestre del 2004, posiblemente como resultado de la mejora de la situación económica en la zona del euro. Asimismo, dada la disminución de la incertidumbre geopolítica tras la guerra en Iraq, el proceso de reajuste de las carteras internacionales observado a partir de mediados del 2003, concretamente en los valores de renta fija, podría en la actualidad estar tocando gradualmente a su fin.

Recuadro 2

LA COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE LA DEMANDA EXTERIOR DE BIENES PRODUCIDOS EN LA ZONA DEL EURO

En el presente recuadro se analiza brevemente la evolución en los últimos años de las exportaciones de bienes en términos nominales fuera de la zona del euro y se describen los cambios acaecidos en su composición¹.

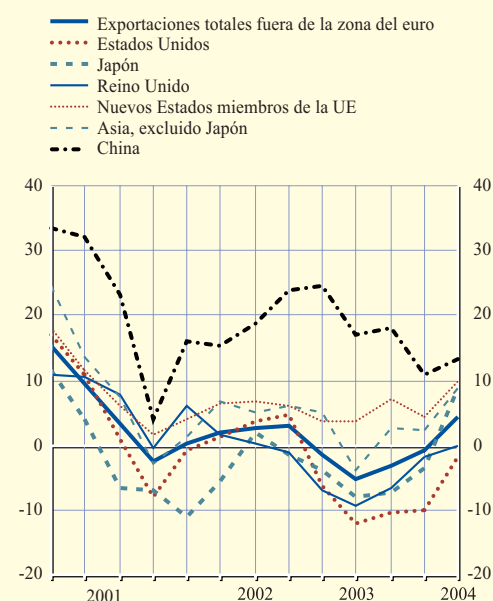
Las exportaciones de la zona del euro a Asia, excluido Japón, y a los nuevos Estados miembros de la UE se han caracterizado por una especial pujanza en los últimos años, con unas tasas medias de crecimiento interanual en términos nominales situadas entre el 5% y el 10% (véase gráfico A). Las exportaciones a China han crecido incluso a un mayor ritmo, con unas tasas de crecimiento que han oscilado entre el 10% y el 25% desde el 2002 hasta comienzos del 2004. Sin embargo, las exportaciones totales fuera de la zona del euro disminuyeron un 2,6% en el 2003. Concretamente, las exportaciones a Estados Unidos, Japón y el Reino Unido descendieron un 9,8%, un 5,7% y un 6,2%, respectivamente. Esta evolución refleja los efectos de la apreciación del euro iniciada en el segundo trimestre del 2002, así como la atonía de la demanda de importaciones observada en estos países durante el segundo semestre del 2002 y el primer semestre del 2003.

A pesar de la caída de las exportaciones a Estados Unidos, Japón y el Reino Unido en el 2003, las exportaciones de la zona del euro se han beneficiado del crecimiento más dinámico de las importacio-

¹ La medida de la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro utilizada en este recuadro se define como la media geométrica ponderada de las importaciones de dichos bienes realizadas por los socios comerciales no pertenecientes a la zona. Las ponderaciones utilizadas en el caso de cada país/región están basadas en los flujos bilaterales de comercio.

Gráfico A Crecimiento de las exportaciones de la zona del euro a determinados socios comerciales

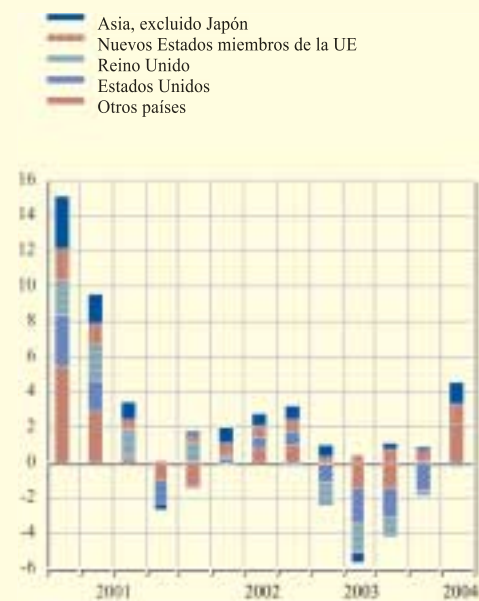
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Participación de determinados socios comerciales en las exportaciones de la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

nes observado en otras regiones. En concreto, Asia, excluido Japón, y los nuevos Estados miembros de la UE han contribuido de manera positiva a las exportaciones de la zona del euro desde el 2001, compensando, de forma parcial, el descenso observado en las exportaciones a otras áreas geográficas (véase gráfico B), en especial durante el año 2003. En fechas más recientes, los exportadores de la zona del euro han aprovechado la fuerte recuperación de la demanda exterior que se ha registrado en la mayoría de los mercados de exportación a partir del segundo semestre del 2003.

Participaciones en la demanda exterior de bienes producidos en la zona del euro

(en porcentaje)

	1995-2000	2001	2002	2003
Estados Unidos	14,7	17,0	17,0	15,7
Japón	3,6	3,2	3,1	3,0
Países de la UE, excluida la zona del euro	34,4	34,8	35,1	35,4
de los cuales				
Reino Unido	18,8	19,0	19,0	18,3
Suecia	4,0	3,5	3,4	3,6
Dinamarca	2,6	2,3	2,3	2,4
Nuevos Estados miembros de la UE	8,9	10,0	10,3	11,1
Suiza	6,8	6,2	5,9	6,0
Asia, excluido Japón	13,0	12,3	12,7	13,2
de los cuales				
ASEAN	3,8	3,2	2,9	2,8
China	1,9	2,4	2,8	3,3
Otros países	27,6	26,4	26,3	26,7
Comercio total fuera de la zona del euro	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Eurostat y cálculos de BCE (a partir de importes nominales en mm de euros).

Como resultado de la evolución citada, la composición geográfica de las exportaciones fuera de la zona del euro ha experimentado ligeras variaciones en los últimos años. El aspecto más destacable es la creciente participación de los nuevos Estados miembros de la UE, que en la actualidad absorben más de un 11% del total de las exportaciones fuera de la zona del euro, cuando durante la segunda mitad de los años noventa se situaba, en promedio, por debajo del 9%. De este modo, la proporción que sobre las exportaciones totales de la zona del euro representan las destinadas a otros países de la UE no pertenecientes a la zona ha crecido desde un 34,4% en la segunda parte de los años noventa hasta un 35,4% en el año 2003. La participación del Reino Unido supuso más de la mitad de las exportaciones en el 2003 (un 18,3% del total de la demanda exterior), mientras que la participación de los nuevos Estados miembros fue de casi un tercio. Estados Unidos, Asia, excluido Japón, y Suiza fueron los otros socios comerciales principales de la zona del euro, con el 15,7%, el 13,2% y el 6%, respectivamente, del total de la demanda exterior.

Si bien la participación de Asia, excluido Japón, se ha mantenido básicamente constante (entre el 12% y algo más del 13%), su composición se ha alterado de forma considerable. En la actualidad, China absorbe casi una cuarta parte de las exportaciones de la zona del euro a la región, mientras que su participación durante la segunda mitad de los años noventa se situaba en torno a un sexto. El sustancial incremento de la participación china en las exportaciones de la zona del euro a Asia, excluido Japón, se ha producido en detrimento de la ponderación de los países de la ASEAN, que ha descendido desde un tercio hasta un quinto durante ese mismo período. En consecuencia, la participación de China en la demanda exterior de los bienes producidos en la zona del euro ascendió hasta un 3,3% en el 2003, cuando en la segunda mitad de los años noventa se situaba, en promedio, por debajo del 2%. En ese mismo período, la participación de los países de la ASEAN se redujo del 3,8% al 2,8%.

ARTÍCULOS

ANÁLISIS MONETARIO EN TIEMPO REAL

El objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En la literatura económica, tanto teórica como empírica, se reconoce de forma generalizada que el saldo monetario y el nivel de precios están estrechamente relacionados a largo plazo. Dado que la inflación es, a medio y largo plazo, un fenómeno monetario, el BCE ha asignado un papel muy importante al dinero en su estrategia de política monetaria. Contrastado con el análisis económico, el análisis monetario contribuye de forma significativa al proceso de toma de decisiones del Consejo de Gobierno del BCE y a la política monetaria del BCE.

En este artículo se describe la forma en que las herramientas desarrolladas y aplicadas por los expertos del BCE y otros se han utilizado en los últimos años para identificar las señales monetarias relativas a los riesgos para la futura estabilidad de precios. La realización de este análisis ha resultado ser un reto, dado que la excepcional incertidumbre económica, financiera y geopolítica observada entre el 2001 y el 2003 repercutió en la evolución monetaria a corto plazo y, con ello, dificultó la extracción de señales sobre los riesgos para la estabilidad de precios. No obstante, mediante una combinación de análisis institucionales y análisis basados en modelos ha sido posible valorar en tiempo real las implicaciones de la evolución monetaria para las futuras variaciones de los precios.

I INTRODUCCIÓN

Numerosos estudios empíricos han demostrado que la evolución monetaria contiene información relevante para la valoración de los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios¹. En consecuencia, en octubre de 1998 se asignó un destacado papel al dinero en la estrategia de política monetaria del BCE².

En esas fechas, los análisis empíricos de la zona del euro se basaban en datos «sintéticos» elaborados a partir de las estadísticas nacionales. Dado que la zona del euro era una entidad económica totalmente nueva, no existían series temporales auténticas de la zona. Ahora, los datos de la zona del euro abarcan un período de más de cinco años, todavía un período breve a efectos analíticos, pero suficiente, no obstante, para hacerse una idea del comportamiento de la economía de la nueva zona.

Utilizando los datos disponibles y, más en general, la experiencia obtenida de la ejecución de la política monetaria en la zona del euro desde 1999, el Consejo de Gobierno del BCE llevó a cabo una evaluación de su estrategia de política monetaria en mayo del 2003³. Un aspecto de esta evaluación consistió en valorar el papel desempeñado por el análisis monetario, para lo que se

realizaron una serie de estudios empíricos⁴. Además, también se examinaron los últimos progresos en la literatura relativa al dinero y a la política monetaria⁵. La citada evaluación confirmó el destacado papel del dinero en la estrategia de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno clarificó que el análisis monetario se utiliza, en una perspectiva de medio a largo plazo, para contrastar la valoración de los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios obtenida del análisis económico (que se centra en la evolución de los costes y en los desequilibrios entre la demanda y la oferta a más corto plazo).

- 1 Para un análisis más detallado, véase G. T. McCandless y W. E. Weber (1995), «Some monetary facts», Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review 19 (3), pp. 2-11, y M. A. King (2002), «No money, no inflation – the role of money in the economy», Bank of England, Quarterly Bulletin, Summer 2002, pp. 162-177.
- 2 Véase la nota de prensa del BCE titulada «Una estrategia de política monetaria orientada hacia la estabilidad para el SEBC», de 13 de octubre de 1998, y «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», Boletín Mensual, enero 1999, pp. 45-57.
- 3 Véase «Resultado de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», Boletín Mensual, junio 2003, pp. 83-97.
- 4 Para un análisis más detallado de estos estudios, véase O. Issing (2003), «Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», BCE, Fráncfort del Meno.
- 5 Como parte de este ejercicio, el renovado interés académico por la relación entre la evolución monetaria y el precio de los activos también fue objeto de un estudio crítico (véase el recuadro titulado «La relación entre el precio de los activos y la evolución monetaria», Boletín Mensual, septiembre 2004, pp. 21-23).

Este contraste es un rasgo fundamental de la estrategia de política monetaria del BCE. Contribuye a garantizar que el Consejo de Gobierno, al formar su opinión general sobre los riesgos para la estabilidad de precios, no pasa por alto información importante acerca de las tendencias futuras de los precios. Se aprovechan todos los aspectos complementarios existentes entre el análisis monetario y el análisis económico, con el fin de asegurarse de que se utiliza el conjunto de información más amplio posible de forma coherente y eficaz. Este enfoque favorece una mejor comprensión de la situación económica general y reduce el riesgo de incurrir en errores políticos causados por una dependencia excesiva de un solo indicador, predicción o modelo. Este enfoque refuerza la solidez de la política monetaria del BCE en un entorno inevitablemente incierto. Además, al tomar debidamente en consideración el análisis monetario en el proceso de toma de decisiones, el contraste también garantiza que la política monetaria mantenga una orientación firme en el medio plazo.

En la práctica, la realización de tal contraste es una tarea difícil. A menudo, la evolución monetaria a corto plazo resulta afectada por perturbaciones transitorias. De igual modo, el comportamiento de los precios en horizontes temporales cortos está muy influido por numerosos fenómenos no monetarios. En consecuencia, la relación a corto plazo entre la evolución monetaria y la inflación es compleja. Reconociendo esta complejidad, el Consejo de Gobierno siempre ha subrayado que la política monetaria no reacciona mecánicamente a la evolución monetaria, sino que responde a la información que contienen los agregados monetarios que es relevante para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Por ello, el análisis monetario debe dejar de lado las interferencias constatadas en los datos monetarios para captar las tendencias subyacentes que son relevantes para las decisiones de política monetaria. Así, el reto que debe afrontar el análisis monetario es extraer la información contenida en la evolución monetaria relativa a los riesgos inflacionistas de medio a largo plazo.

Este reto no ha sido sencillo de afrontar en los últimos años. La prolongada caída de los índices

bursátiles con posterioridad a la primavera del 2000 y la excepcional incertidumbre financiera, económica y geopolítica reinante entre el 2001 y el 2003 empañó la señal subyacente procedente del dinero relativa a las perspectivas de evolución de los precios. No obstante, mediante la aplicación de un exhaustivo análisis institucional⁶ y de distintas técnicas estadísticas y econométricas, el BCE ha podido identificar los principales factores que determinan la evolución monetaria en tiempo real y obtener información sobre los riesgos para la estabilidad de precios que son importantes para las decisiones de política monetaria.

En este contexto, en este artículo se describen algunos de los principales aspectos del análisis monetario realizado en el BCE en los últimos años. Debido a limitaciones de espacio y por motivos de conveniencia, este artículo no pretende ser totalmente exhaustivo. Se centra, principalmente, en el análisis de la evolución de M3 y, en particular, en algunos de los métodos utilizados para extraer señales de la trayectoria de M3 sobre los riesgos para la estabilidad de precios. Otros aspectos importantes del análisis monetario no se consideran con detalle.

El resto del artículo consta de cinco secciones. En la primera sección se presenta una breve descripción de la evolución monetaria desde 1999. En la segunda se analiza esta evolución utilizando modelos convencionales de demanda de dinero. En la tercera sección se construyen varias medidas de la trayectoria monetaria subyacente, con el fin de captar las tendencias de M3 con mayor probabilidad de generar riesgos para la futura estabilidad de precios. En la cuarta sección se utilizan algunas de estas medidas para construir escenarios que permitan valorar posibles riesgos para la futura estabilidad de precios desde el análisis monetario. En la última sección figuran algunas conclusiones.

6 El análisis institucional se define aquí como el análisis de la evolución monetaria que combina información de diversas fuentes, como las partidas del balance de las IFM, los componentes y las contrapartidas de M3, datos de las cuentas financieras, datos de balanza de pagos y datos financieros. Este análisis se basa, en gran medida, en criterios discrecionales.

2 ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE 1999

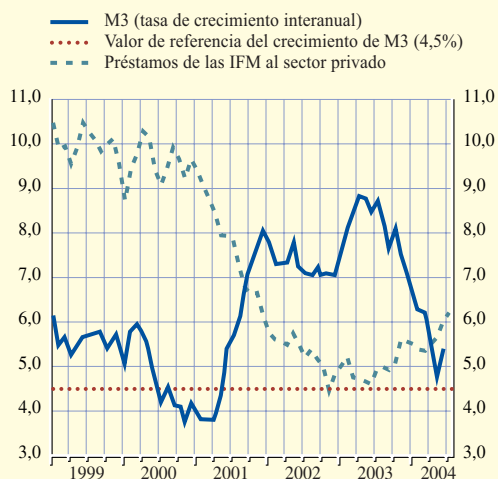
Durante el primer año de la UEM, el crecimiento interanual de M3 se mantuvo ligeramente por encima del valor de referencia del BCE, fijado en el 4,5%, a pesar del intenso crecimiento de los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado en esas fechas (véase gráfico 1). Visto a posteriori, parece que los residentes en la zona del euro se endeudaron fuertemente con el fin de financiar inversiones o adquisiciones de empresas extranjeras en pleno auge de la «nueva economía» en Estados Unidos, que alcanzó su punto álgido a principios del 2000. Desde entonces, los préstamos al sector privado se moderaron y el crecimiento de M3 descendió ligeramente, cayendo por debajo del valor de referencia a mediados del 2000.

Tras disminuir entre la primavera del 2000 y principios del 2001, la tasa de crecimiento interanual de M3 se elevó considerablemente a partir de abril del 2001, alcanzando niveles muy por encima del valor de referencia del crecimiento monetario del BCE. Entonces se observó que esta recuperación del crecimiento monetario reflejaba, inicialmente, un proceso hacia el equilibrio, ya que el crecimiento monetario había sido relativamente moderado en el período precedente.

No obstante, a posteriori, parece que también influyeron otros factores que fueron adquiriendo una importancia creciente en los siguientes meses y trimestres. Estos factores se reconocieron en los análisis realizados por el BCE a partir de mediados del 2001. Concretamente, en los primeros meses del 2001 se iniciaron extraordinarios desplazamientos de cartera hacia M3, cuando la caída de las cotizaciones bursátiles y el empeoramiento de la situación económica causaron un incremento de la demanda de activos monetarios líquidos y seguros. Este proceso cobró gran impulso adicional con posterioridad a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, que provocaron un aumento considerable de la incertidumbre financiera, económica y geopolítica. A finales del 2001, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situaba próxima al 8%, más del doble de la tasa registrada a principios de año.

Gráfico 1 Crecimiento de M3, valor de referencia y crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado

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

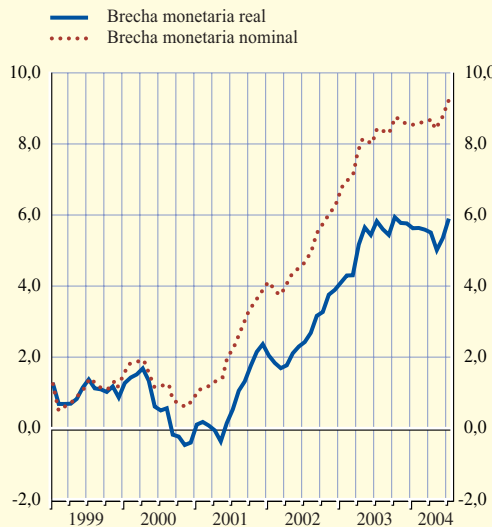


Fuente: BCE.

El pronunciado aumento del crecimiento de M3 en el 2001 también tuvo un impacto significativo en diversas medidas del denominado «exceso de liquidez». El exceso de liquidez puede definirse como la desviación del saldo monetario de su nivel de equilibrio estimado. Naturalmente, el nivel estimado del exceso de liquidez dependerá, fundamentalmente, de cómo se defina el nivel de equilibrio del dinero. La utilización de métodos alternativos para calcular el saldo monetario de equilibrio dará como resultado distintas medidas del exceso de liquidez. El BCE realiza un seguimiento periódico de dos medidas específicas, la brecha monetaria nominal y la brecha monetaria real, y publica tales medidas en el Boletín Mensual. La brecha monetaria nominal, que figura habitualmente en el Boletín, se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%) desde diciembre de 1998. La brecha monetaria real corrige la brecha monetaria nominal por la desviación acumulada de la inflación con respecto a la definición de estabilidad de precios del BCE. Al calcular de esta forma las medidas del exceso de liquidez,

Gráfico 2 Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

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



Fuente: BCE.

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

hay que reconocer que la elección de diciembre de 1998 como período base es arbitraria. En consecuencia, el nivel de las medidas de las brechas debe interpretarse con cautela⁷.

Tanto la medida de la brecha monetaria nominal como la de la real experimentaron un pronunciado aumento en el 2001, comenzando una tendencia al alza que continuó durante los dos años siguientes (véase gráfico 2). Sin embargo, estas medidas se incrementaron en distinto grado. La brecha monetaria nominal se situó en un nivel muy próximo al 9% en el verano del 2003 y, después de estabilizarse, volvió a elevarse en julio del 2004, mientras que la brecha monetaria real registró un máximo del 6% a finales del 2003. Estas diferencias hacen que se suscite la cuestión de qué medida es la estimación más adecuada del exceso de liquidez. La

brecha monetaria real toma en consideración el hecho de que parte del exceso de liquidez acumulado en los últimos años ha sido absorbido por las subidas de los precios, reflejando desviaciones al alza de la inflación observada respecto al objetivo de estabilidad de precios del BCE.

A este respecto es importante recordar que las perturbaciones registradas en la inflación de la zona del euro entre el 2000 y el 2004 (como las causadas por el aumento de los precios del petróleo y de los alimentos) fueron de carácter transitorio. Como estas perturbaciones no fueron seguidas por efectos indirectos de importancia, la brecha monetaria real debe considerarse, en principio, un indicador más apropiado de los riesgos recientes para la estabilidad futura de los precios.

Aunque en los primeros meses del 2002 se observaron posibles signos de moderación del crecimiento monetario, tras una recuperación temporal del mercado de renta variable, el crecimiento de M3 volvió a acelerarse cuando se reanudó la caída del precio de las acciones y se acrecentó la incertidumbre financiera. A principios del 2003, a estos factores se añadieron las crecientes tensiones geopolíticas en Oriente Medio. En la primavera y el verano del 2003, la tasa de crecimiento interanual de M3 fluctuó en torno al 8,5%. Dado el reducido nivel de inflación imperante, el primer semestre del 2003 representa uno de los períodos de mayor creación de dinero en términos reales en los últimos treinta años. Además, el intenso crecimiento monetario registrado en este período incrementó considerablemente el exceso de liquidez de la zona del euro, medido por las brechas monetarias nominal y real.

La evolución de los componentes y contrapartidas de M3 confirmó la opinión de que el aumento del crecimiento monetario observado en el 2001 estuvo asociado a los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia el dinero. En

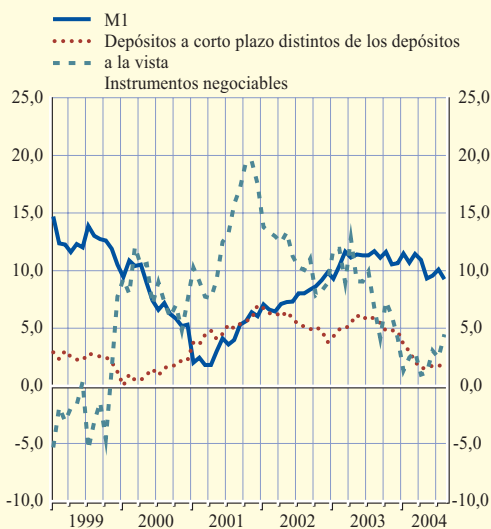
⁷ Un debate sobre estas medidas figura en «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», Boletín Mensual, mayo 2001, especialmente en las pp. 50-52, y en «Estimaciones de la brecha monetaria nominal y real en la zona del euro», Boletín Mensual, junio 2001, pp. 9-10.

primer lugar, en cuanto a los componentes del agregado, los instrumentos negociables y, en particular, las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron un rápido crecimiento durante este período (véase gráfico 3). Con frecuencia, las empresas y los hogares utilizan estos componentes para depositar fondos temporalmente de forma líquida y segura en épocas de mayor incertidumbre. En segundo lugar, en lo que respecta a las contrapartidas, los activos exteriores netos de las IFM aumentaron considerablemente entre el 2001 y el 2003. Dado que esa contrapartida es ilustrativa de las operaciones entre el sector tenedor de dinero de la zona del euro y los no residentes, el incremento observado en los citados activos exteriores netos de las IFM fue acorde con el descenso de las adquisiciones de valores extranjeros por residentes en la zona, y, de este modo, con los desplazamientos de cartera del sector tenedor de dinero desde instrumentos de mayor riesgo hacia el dinero (véase recuadro 1).

Aunque los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia M3 desempeñaron un papel predominante como factor impulsor del fuerte crecimiento monetario registrado en este período, otros factores también contribuyeron a la fortaleza de la dinámica de M3. La inquietud acerca de las perspectivas futuras del mercado de trabajo parece haber conducido a un aumento de la demanda de dinero por motivo precaución. Además, el crecimiento de M3 también se vio estimulado por los históricamente bajos niveles de los tipos de interés en la zona del euro, tras varias reducciones de los tipos oficiales instrumentadas por el BCE entre mayo del 2001 y junio del 2003, y, por consiguiente, por el reducido coste de oportunidad de mantener dinero. Este último fenómeno influyó, en particular, en la demanda de los componentes más líquidos de M3. En consecuencia, el agregado monetario estrecho M1 pasó a contribuir de forma muy significativa al crecimiento monetario.

Gráfico 3 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

En el verano del 2003, el crecimiento interanual de M3 comenzó a moderarse, proceso que continuó durante el resto del año y a lo largo del 2004. Los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios se interrumpieron y, luego, empezaron a cambiar de signo a medida que desaparecía la incertidumbre económica y financiera, en un contexto de recuperación gradual de la actividad económica en la zona del euro. Sin embargo, esta moderación del crecimiento monetario se produjo con más lentitud de lo que cabría esperar según la experiencia anterior, ya que la preferencia por la liquidez de las empresas y hogares de la zona del euro mantuvo su intensidad. Es posible que las considerables minusvalías registradas en los mercados de renta variable a partir del año 2000 hayan acrecentado de manera permanente la aversión al riesgo de los hogares de la zona del euro, y con ello, su preferencia por la liquidez. A pesar de la moderación del crecimiento monetario, las brechas monetarias nominal y real se estabilizaron en el segundo semestre del 2003.

Recuadro I

CONTRAPARTIDAS DE LOS EXTRAORDINARIOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA HACIA ACTIVOS MONETARIOS REGISTRADOS ENTRE EL 2001 Y EL 2003

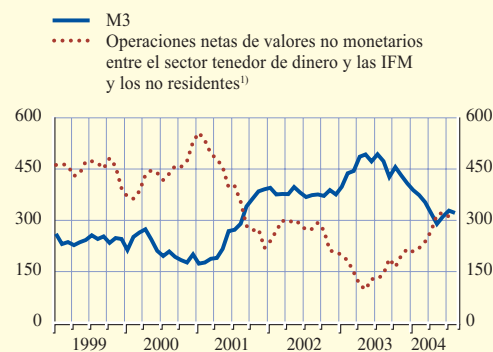
Durante el período comprendido entre el 2001 y el 2003, el sector tenedor de dinero de la zona del euro (fundamentalmente, hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias) realizó desplazamientos de fondos, sustituyendo valores a más largo plazo por activos monetarios. Como se considera en el texto principal, estos extraordinarios desplazamientos de cartera obedecieron a un aumento de la demanda de activos monetarios seguros y líquidos en una época de mayor incertidumbre económica, financiera y geopolítica.

Si los activos financieros a más largo plazo vendidos o emitidos por una entidad del sector tenedor de dinero son adquiridos por otra entidad de dicho sector, se produce una transferencia de tenencias de efectivo *dentro de ese sector*, sin que se modifique el saldo monetario agregado. En consecuencia, estas operaciones no pueden explicar el aumento general del crecimiento monetario observado entre el 2001 y el 2003; para que las operaciones causen un impacto en la evolución monetaria, deben conllevar transferencias de fondos desde el sector tenedor de dinero a *otro sector*, ya sean IFM o no residentes. A fin de entender estas operaciones debe recopilarse información adicional en el sector de contrapartida sobre la adquisición de activos financieros a más largo plazo.

A continuación se elabora una estimación mensual de las *adquisiciones netas de valores no monetarios de las IFM y de los no residentes por parte del sector tenedor de dinero* con el fin de analizar las implicaciones monetarias de los desplazamientos de cartera. Aunque por motivos estadísticos es necesario partir de algunos supuestos simplificadores, conceptualmente la construcción de esta estimación se basa en el balance consolidado del sector tenedor de dinero, expresado en términos de flujos.

Gráfico A Adquisiciones netas de valores no monetarios por el sector tenedor de dinero consolidado y M3

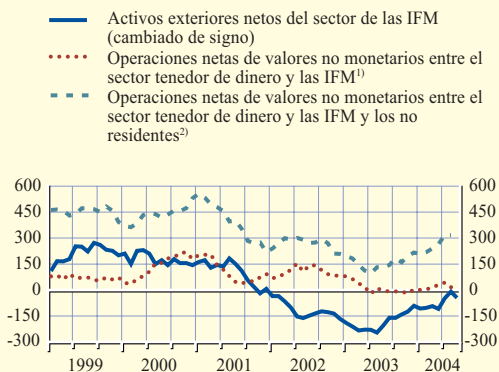
(flujos interanuales; mm de euros)



Fuente: BCE, cálculos del BCE.
 1) Calculadas como préstamos a residentes en la zona del euro más la emisión de valores por el sector tenedor de dinero consolidado, más la balanza por cuenta corriente, menos los instrumentos incluidos en M3, menos los depósitos a largo plazo en las IFM, y las operaciones exteriores netas distintas de valores del sector tenedor de dinero.

Gráfico B Adquisiciones netas de valores no monetarios por el sector tenedor de dinero consolidado, por sector de contrapartida

(flujos interanuales; mm de euros)



Fuente: BCE, cálculos del BCE.
 1) Calculadas como pasivos financieros a largo plazo emitidos por las IFM y en poder del sector tenedor de dinero, excepto los depósitos a largo plazo menos los valores emitidos por residentes en la zona del euro adquiridos por las IFM.
 2) Véase la nota 1 del gráfico A.

La citada estimación de las adquisiciones netas de valores no monetarios de las IFM y de los no residentes por el sector tenedor de dinero se muestra en el gráfico A, junto con los flujos interanuales hacia M3. La marcada correlación negativa entre las dos series que figura en el gráfico confirma la existencia de cuantiosos desplazamientos de cartera del sector tenedor de dinero entre las tenencias de valores no monetarios y M3 en los últimos años.

Si únicamente se analiza esta estimación de las adquisiciones de valores no monetarios por el sector tenedor de dinero no resulta posible distinguir si fueron las IFM o los no residentes la principal contrapartida de las operaciones subyacentes a los desplazamientos de cartera hacia activos monetarios. Con el fin de abordar esta cuestión, es necesario diferenciar las operaciones netas de valores del sector tenedor de dinero con las IFM por un lado, y con los no residentes por otro. Las operaciones citadas en último lugar están incluidas en los activos exteriores netos de las IFM.

El gráfico B muestra la fuerte correlación existente entre la evolución de las operaciones netas de valores del sector tenedor de dinero con los no residentes, según se refleja en los activos exteriores netos de las IFM, y el conjunto de adquisiciones netas de valores no monetarios desde mediados del 2001. Esta correlación sugiere que los no residentes han sido la principal contrapartida de los desplazamientos de cartera desde valores monetarios hacia el dinero observados en los últimos años.

El análisis de las contrapartidas que se presenta en este recuadro es un ejemplo de la forma en que las operaciones que subyacen a los desplazamientos de cartera hacia el dinero observadas en los últimos años pueden ser objeto de un estudio más detallado. El análisis revela que la evolución de M3 ha estado asociada, en gran parte, a las operaciones con no residentes, centrando con ello la atención en los flujos financieros internacionales.

3 VALORACIÓN DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA RECIENTE UTILIZANDO MODELOS CONVENCIONALES DE DEMANDA DE DINERO

Hasta ahora, la evolución monetaria se ha examinado de forma aislada. No obstante, para tener una imagen completa es necesario analizar dicha evolución en el contexto de otras variables macroeconómicas. Se puede obtener evidencia sobre el comportamiento del dinero en relación con otras variables macroeconómicas utilizando modelos de demanda de dinero. Los modelos convencionales de demanda de dinero explican la trayectoria de los agregados monetarios a partir de sus variables determinantes, el nivel de precios, la actividad económica y los tipos de interés. Los modelos de demanda de dinero constituyen una referencia natural para valorar la evolución monetaria. En particular, proporcionan un marco para distinguir entre los cambios registrados en M3 que pueden

explicarse a partir de la evolución de otras variables macroeconómicas (suponiendo que la experiencia histórica es una buena guía para el presente) y las variaciones de M3 que son específicas de una situación determinada.

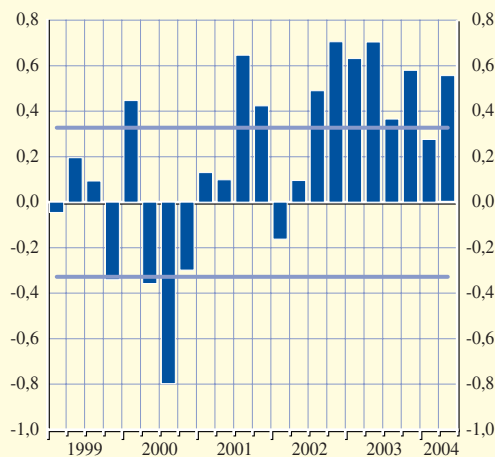
El seguimiento de la evolución de M3 en comparación con las sendas estimadas por los modelos de demanda de dinero es un aspecto destacado del análisis monetario del BCE⁸. Actualmente se dispone de varios de estos modelos para la zona del euro⁹. Naturalmente, estos modelos sólo constituyen una referencia significativa con la que comparar la evolución monetaria observada si presentan

8 Véase «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», Boletín Mensual, mayo 2001, especialmente pp. 43-49, y K. Masuch, H. Pill y C. Willeke (2001), «Framework and tools of monetary analysis», pp. 117-144, en H.-J. Klöckers y C. Willeke (eds.), y «Monetary analysis: Tools and applications», BCE, Fráncfort del Meno.

9 Para un análisis detallado de los estudios existentes, véase O. Issing (2003), *op. cit.*

Gráfico 4 Residuos de un modelo de demanda de M3 de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: El residuo es la diferencia entre el crecimiento observado de M3 y el crecimiento de M3 estimado por el modelo (el «valor ajustado»). Las líneas señalan intervalos de confianza de una desviación típica. Los residuos se obtienen del modelo presentado en A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», IMF working paper n.º 01/179.

ciertas propiedades estadísticas, sobre todo estabilidad de los parámetros. Con el fin de comprobar si se ajustan a este criterio, el BCE sigue atentamente la estabilidad de diversos modelos de demanda de dinero de forma permanente utilizando distintos análisis institucionales y técnicas estadísticas.

En el anexo se presenta un resumen de un estudio del BCE sobre la estabilidad de la demanda de dinero a largo plazo desde un punto de vista econométrico. Teniendo presentes las dificultades existentes a la hora de detectar inestabilidades en las relaciones de series temporales económicas al final del período muestral, en dicho anexo se llega a la conclusión de que todavía no se dispone de indicaciones claras de que la demanda de dinero a largo plazo en la zona del euro haya experimentado una ruptura.

El análisis basado en los modelos de demanda de dinero sugiere que factores distintos de los determinantes tradicionales del dinero han desempeña-

do un destacado papel en la evolución monetaria reciente. Esto queda ilustrado en el gráfico 4, que muestra los residuos obtenidos de las estimaciones de un modelo trimestral de demanda de dinero de la zona del euro elaboradas por expertos del BCE¹⁰. Los residuos deben interpretarse como cambios en M3 que no pueden explicarse utilizando los determinantes convencionales de la demanda de dinero (esto es, el PIB real, el nivel de precios y los tipos de interés). Con anterioridad a 2001, los residuos estaban distribuidos uniformemente en torno al cero y, en general, no eran de gran magnitud. Esto sugiere que, en esos momentos, el modelo estimado proporcionaba una explicación adecuada de la evolución de M3.

En cambio, los residuos de este modelo muestran una sucesión de valores positivos relativamente elevados a partir de mediados del 2001. En particular, tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 se observó una perturbación positiva de gran magnitud en la demanda de dinero en el tercer trimestre de dicho año. Aunque durante el primer semestre del 2002 los residuos no fueron significativamente distintos de cero porque el crecimiento monetario se estabilizó temporalmente¹¹, en el segundo semestre de ese año y en el 2003 se registró una serie de residuos positivos a medida que el crecimiento de M3 aumentaba de nuevo. El tamaño de estos residuos disminuyó a principios del 2004, apuntando a una moderación de los excepcionales factores que habían contribuido al incremento del crecimiento de M3. Esto es coherente con la mejora de la situación de los mercados financieros y de las perspectivas de la actividad económica en la zona del euro, así como con la normalización asociada del comportamiento de las carteras a partir de mediados del 2003.

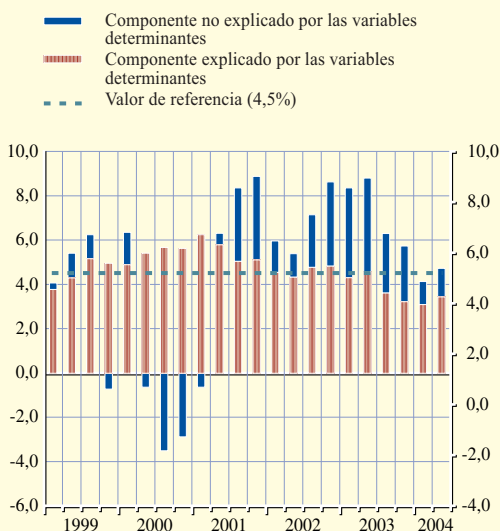
Se pueden establecer otras conclusiones sobre el comportamiento de la demanda de dinero en los últimos años a partir de una descomposición de la tasa de creci-

10 Véase A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», IMF working paper n.º 01/179. Dada la potencial inestabilidad de los parámetros a corto plazo de la ecuación de demanda de dinero observada a partir del segundo trimestre del 2001, los parámetros se han mantenido fijos en el nivel estimado utilizando una muestra hasta el citado trimestre.

11 Los residuos estaban dentro de los intervalos de confianza de una desviación típica.

Gráfico 5 Descomposición del crecimiento trimestral de M3 en términos nominales utilizando un modelo de demanda de dinero de la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral anualizadas)

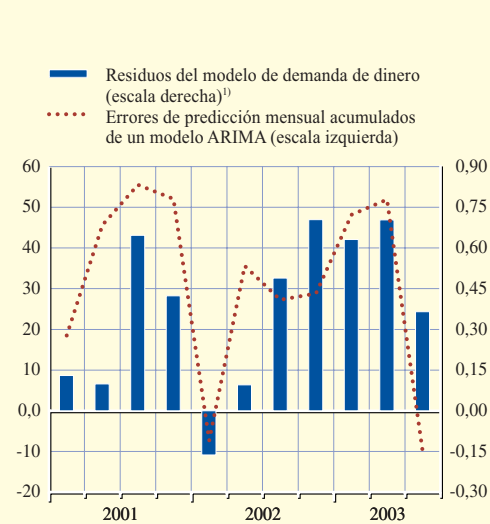


Fuente: BCE.

Nota: Las contribuciones se han obtenido a partir del modelo presentado en A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», IMF working paper n.º 01/179.

Gráfico 6 Errores de predicción de un período hacia delante de un modelo univariante de series temporales y residuos de un modelo de demanda de dinero

(mm de euros; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Véase gráfico 4.

miento trimestral de M3 en términos nominales, en las contribuciones de sus determinantes. En términos cuantitativos, las contribuciones aproximan el impacto de la evolución actual y retardada de las diversas variables explicativas, como el producto, los precios y los tipos de interés, en el crecimiento monetario. Naturalmente, tal ejercicio es específico del modelo en el sentido de que las contribuciones dependerán de las variables explicativas que se incluyan en el modelo y de los valores estimados de los parámetros. Este ejercicio supone la existencia de un componente «no explicado» del crecimiento monetario. Este componente representa el impacto de factores no explicados por las variables determinantes actuales y desfásadas sobre la demanda de dinero. Si se compara con el gráfico 4, el componente no explicado puede considerarse como el efecto acumulado de todos los residuos anteriores de la ecuación de demanda de dinero sobre la tasa de crecimiento intertrimestral de M3.

La aplicación de esta técnica de descomposición a la demanda de dinero de la zona del euro demuestra que

el aumento del crecimiento intertrimestral de M3 a partir del tercer trimestre del 2001 no puede explicarse en función de mayores contribuciones de los determinantes convencionales de la demanda de dinero (véase gráfico 5). De hecho, la evolución de los determinantes tradicionales sugiere que el crecimiento de M3 debería haber permanecido próximo al valor de referencia entre el 2001 y el 2003, contrariamente a lo que se ha observado. Así, a partir de este sencillo ejercicio se puede llegar a la conclusión de que el intenso crecimiento monetario observado entre mediados del 2001 y el verano del 2003 se debió enteramente al impacto de factores no explicados por las variables determinantes, es decir, excepcionales.

4 OBTENCIÓN DE MEDIDAS DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA SUBYACENTE

El análisis institucional que figura en la sección 2 sugiere que desplazamientos de cartera extraordinarios en favor del dinero han influido considerable-

mente en la evolución monetaria durante los últimos años. La valoración basada en modelos de demanda de dinero de la sección 3 confirma que el crecimiento monetario en dicho período no puede explicarse utilizando determinantes convencionales de la demanda de dinero. En este contexto, un aspecto fundamental de cualquier valoración cuantitativa de la trayectoria monetaria reciente y de sus implicaciones para la estabilidad de precios es la estimación de medidas de M3 corregidas por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera.

En términos generales es posible adoptar dos enfoques. En primer lugar, se podría intentar suavizar o filtrar la serie oficial de M3 con el fin de captar la tendencia subyacente de la evolución monetaria. Este enfoque se considera en el recuadro 2 y es, en principio, de carácter bastante general. Utilizando filtros estructurales que toman en consideración información procedente de la inflación, del creci-

miento de M3 y de los indicadores de actividad real, el recuadro demuestra que el crecimiento monetario repercute, principalmente, en la inflación a medio y largo plazo. Esta relación se mantiene incluso en períodos en los que la inflación es relativamente reducida y no muestra una tendencia clara. La aplicación del filtro produce una serie de M3 suavizada, que debería facilitar información sobre presiones inflacionistas en horizontes temporales relevantes para la política monetaria.

Alternativamente se podría intentar estimar la magnitud de los desplazamientos de cartera de forma más directa y utilizar estas estimaciones para ajustar la serie oficial. Ciertamente, este enfoque es, por su naturaleza, específico de las circunstancias especiales asociadas a los desplazamientos de cartera observados en los últimos trimestres, y se sustenta más en la aplicación de un criterio discrecional y en el análisis institucional.

Recuadro 2

LA UTILIZACIÓN DE FILTROS ESTRUCTURALES SIMPLES PARA EXTRAER SEÑALES MONETARIAS RELATIVAS A LOS RIESGOS PARA LA FUTURA ESTABILIDAD DE PRECIOS

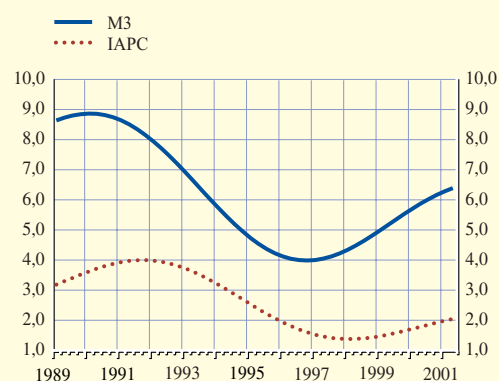
La evidencia de una relación positiva entre el crecimiento monetario y la inflación en horizontes temporales largos es amplia y sólida. Sin embargo, en el corto plazo, perturbaciones transitorias en el dinero o en la inflación pueden ocultar las señales relativas a la evolución futura de los precios procedentes del dinero. Desde una perspectiva de política monetaria es importante identificar los movimientos de M3 que están asociados a presiones inflacionistas a más largo plazo y descartar otros movimientos que constituyen «interferencias». Además de la información obtenida de diversos modelos econométricos y del detallado análisis institucional realizado por expertos que figura en el texto principal, el uso de un filtro estructural —un procedimiento estadístico que identifica y extrae los componentes subyacentes de la dinámica de las series temporales— puede constituir una herramienta complementaria útil para identificar los riesgos para la estabilidad de precios asociados a la evolución monetaria.

Un estudio reciente del BCE muestra que la evolución a medio y largo plazo del crecimiento monetario y de la inflación ha estado estrechamente relacionada en el período comprendido entre 1986 y 2004 (véase gráfico A)¹. Además, el citado estudio pone de manifiesto que los indicadores de la actividad real sólo proporcionan información adicional sobre el comportamiento de la inflación en frecuencias determinadas del ciclo económico (definido aquí como una evolución con una duración comprendida entre uno y medio y ocho años) y que la información que aporta el dinero en esa frecuencia es bastante escasa (véase gráfico B). Por último, el estudio proporciona evidencia que confirma que no existe una relación estrecha entre la evolución monetaria y la inflación en el corto plazo (definida como una evolución con una duración inferior a un año y medio) (véase gráfico C).

¹ Véase A. Bruggeman, G. Camba-Méndez, B. Fischer y J. Sousa (2004), «Structural filters for monetary analysis: inflationary movements of money in the euro area», ECB Working Paper, de próxima publicación. Se ha elegido este período muestral porque los tests formales demuestran que la inflación de la zona del euro puede considerarse estacionaria durante dicho período.

Gráfico A Componentes a más largo plazo del IAPC y de M3

(tasas de variación interanual)

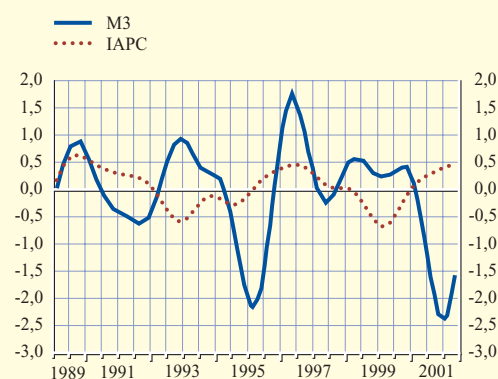


Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los componentes a más largo plazo de la inflación y del crecimiento de M3 (definidos como ciclos de una duración superior a ocho años) se han obtenido como un residuo utilizando la diferencia entre la serie observada y la suma de los componentes cíclicos y de los componentes a corto plazo (véanse gráficos B y C) utilizando la versión simétrica del filtro pasabanda descrito en Christiano, L. J. y T. J. Fitzgerald (2003), «The Band Pass Filter», *International Economic Review*, 44 (2), pp. 435-465.

Gráfico B Componentes cíclicos del IAPC y de M3

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los componentes cíclicos de la inflación y del crecimiento de M3 se han obtenido utilizando el filtro pasabanda de Christiano-Fitzgerald (versión simétrica), incluidas todas las frecuencias entre 6 y 32 trimestres. Técnicamente, la aplicación de este filtro conlleva una pérdida de datos al comienzo y al final del período de muestra.

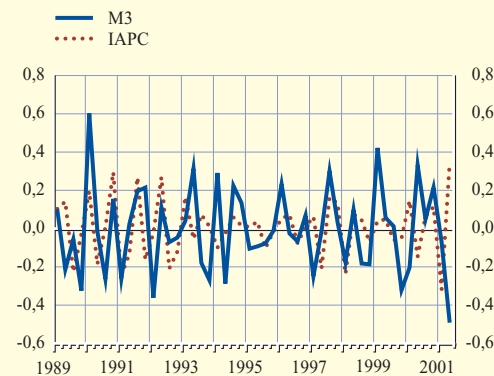
A partir de estos resultados, el estudio ha tratado de extraer aquellos componentes del crecimiento de M3 vinculados a la inflación utilizando un modelo sencillo de crecimiento monetario, inflación y actividad real. Para obtener esta información (es decir, para aplicar el filtro estadístico a los datos más recientes), es necesario elaborar predicciones sobre el crecimiento monetario futuro. En consecuencia, la calidad de la serie filtrada depende de la calidad de las predicciones monetarias y, por tanto, de la fiabilidad del modelo de predicción.

En el gráfico D se muestra una estimación del crecimiento monetario «subyacente» elaborada con este procedimiento de filtrado, junto con la serie oficial de M3. El filtro suaviza considerablemente el crecimiento monetario. Por ejemplo, el filtro elimina de la serie de crecimiento monetario subyacente gran parte de los numerosos desplazamientos de cartera que afectaron al crecimiento de M3 entre 1993 y 1996, y que a posteriori no parecen haber influido en la inflación. La utilización de la serie filtrada habría conducido a la exclusión de este factor del análisis y habría proporcionado una imagen más exacta de los riesgos inflacionistas procedentes de la evolución monetaria. Como muestra el estudio, la metodología de filtrado propuesta podría haber detectado este resultado relativamente bien en tiempo real, dado que fue posible hacer predicciones suficientemente buenas del crecimiento monetario.

En los últimos años, la medida estimada del crecimiento subyacente de M3 asociada a presiones inflacionistas se apartó de nuevo considerablemente de la tasa de crecimiento de la serie oficial de M3. Los pronunciados movimientos a la baja del crecimiento de M3 observados en el año 2000 y los fuertes incrementos registrados entre el 2001 y el 2003 resultan suavizados, en gran medida, por el procedimiento de filtrado. No obstante, actualmente, el crecimiento subyacente de M3 es claramente superior al valor de referencia del 4,5%. Cabe observar que el patrón de crecimiento monetario subyacente en el período transcurrido entre el 2001 y el 2003 es comparable, en general, con el de la

Gráfico C Componentes a corto plazo del IAPC y de M3

(tasas de variación interanual)

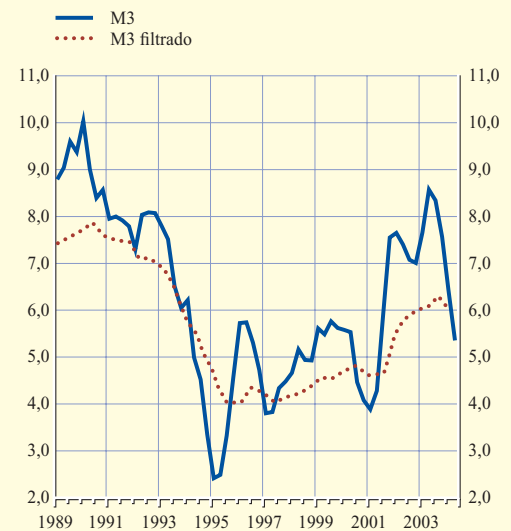


Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: Los componentes a corto plazo de la inflación y del crecimiento de M3 se han obtenido utilizando el filtro pasabanda de Christiano-Fitzgerald (versión simétrica), incluyendo ciclos de una duración inferior a seis trimestres. Técnicamente, la aplicación de este filtro conlleva una pérdida de datos al comienzo y al final del período de muestra.

Gráfico D M3 y M3 filtrado

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE.

Nota: La serie filtrada se basa en el procedimiento estadístico esbozado en A. Bruggeman et al. (2004), «Structural filters for monetary analysis: Inflationary movements of money in the euro area», ECB Working Paper, de próxima publicación.

serie de M3 corregida por el impacto de los desplazamientos de cartera que se considera en el texto principal. La similitud existente entre estas dos series indica que la orientación general de los ajustes efectuados en la serie oficial de M3 en el análisis monetario es correcta.

Estas técnicas demuestran que la evolución a largo plazo del crecimiento monetario y de la inflación está estrechamente relacionada. Esto ocurre incluso en el período transcurrido entre 1986 y el 2004, en el que la inflación no mostró una tendencia clara. Aunque sólo son una herramienta adicional del análisis monetario, los filtros estructurales simples del crecimiento monetario parecen poder identificar y extraer el componente de la evolución monetaria que causa un impacto persistente en la trayectoria de los precios. Sin embargo, las herramientas presentadas en este recuadro deben considerarse simples ilustraciones de las técnicas utilizadas y, por consiguiente, los resultados deben valorarse con cautela. No obstante, las técnicas de filtrado presentan una importante ventaja ya que son generales por naturaleza más que específicas de una situación determinada. Como muestra el análisis de los últimos trimestres, su función más útil puede residir en proporcionar un contraste sólido para otras herramientas diseñadas para un conjunto determinado de circunstancias.

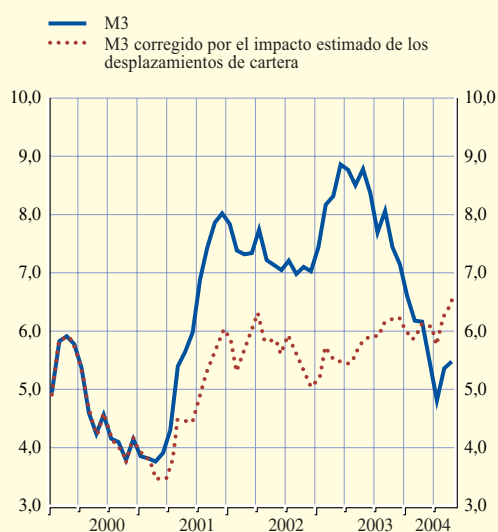
En un recuadro de una edición anterior del Boletín Mensual en el que se adoptaba este último enfoque ya se proporcionaban algunas estimaciones cuantitativas de la magnitud de los desplazamientos de cartera¹². En dicho recuadro se presentaban diversas técnicas. En este artículo únicamente se considera un método univariante simple para estimar la magnitud de los desplazamientos de cartera recientes. Este método se basa en el análisis de un modelo univariante de series temporales de M3, es decir, un modelo en el que la trayectoria actual de M3 se explica a partir de la evolución anterior de dicho agregado monetario¹³. El patrón de los errores de predicción de un período hacia delante generados por el modelo univariante es similar al de los residuos de un modelo de demanda de dinero. Concretamente, hay una secuencia prolongada de errores de predicción positivos con máximos similares para el período comprendido entre el 2001 y el 2003 (véase gráfico 6).

En el modelo se introducen una serie de variables de intervención adicionales (es decir, variables ficticias y tendencias) que tratan de captar el impacto de los desplazamientos de cartera. Estas variables de intervención se construyen y se miden a partir del análisis institucional. Sin embargo, dado que, por su naturaleza, el modelo univariante no puede distinguir el impacto de los desplazamientos de cartera de los efectos de otras variables, como el bajo nivel de los tipos de interés, en la evolución monetaria, y dado que la construcción de las variables de intervención es, hasta cierto punto, arbitraria, las estimaciones resultantes de los desplazamientos de cartera deben interpretarse con cautela.

El gráfico 7 muestra el crecimiento interanual de M3 para la serie oficial de M3 y para una medida de M3 corregida por el impacto de los extraordinarios desplazamientos de cartera estimado a partir del modelo univariante de series temporales. Las mayores discrepancias entre las dos tasas de crecimiento se observaron en el último trimestre del 2001 y en el primer semestre del 2003, los dos períodos en los que tanto el análisis institucional realizado en la sección 2 como el análisis basado en modelos de la sección 3 identificaron más desplazamientos de cartera. No obstante, debe admitirse que incluso la serie corregida por el impacto estimado de los desplazamientos

Gráfico 7 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen del modelo univariante de series temporales que se considera en el texto principal.

de cartera ha experimentado un crecimiento relativamente pronunciado, con tasas interanuales próximas al 6% en los últimos años. En el segundo trimestre del 2004, la tasa de crecimiento interanual de la serie ajustada ha crecido con mayor rapidez que la serie oficial por primera vez en el período que abarca el gráfico 7, lo que es coherente con el cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera.

La medida de M3 corregida por el impacto estimado de los anteriores desplazamientos de cartera también puede utilizarse para calcular las medidas de las brechas monetarias de la zona del euro, que se muestra en los gráficos 8 y 9, junto con las medidas elaboradas utilizando la serie oficial de M3, como figura en el gráfico 2. En cuanto a los datos sobre la serie oficial de M3, actualmente tanto la medida de la brecha monetaria real

12 Véase «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», Boletín Mensual, mayo 2003, pp. 11-14.

13 Véase «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario», Boletín Mensual, mayo 2001, especialmente pp. 60-61, para conocer más detalles del modelo.

como la nominal apuntan a la existencia de un considerable exceso de liquidez. Con todo, en consonancia con la moderación del crecimiento de M3 observada desde el verano del 2003, ambas medidas se han estabilizado durante los últimos trimestres, a medida que los anteriores desplazamientos de cartera han empezado a cambiar de signo.

La imagen que surge al analizar las medidas de las brechas monetarias corregidas por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera es bastante diferente. En primer lugar, el nivel de las citadas brechas es bastante más reducido. En el caso de la brecha monetaria real, la medida del exceso de liquidez es relativamente baja incluso en términos absolutos. En segundo lugar, la evolución de las medidas de las brechas corregidas por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera varía considerablemente de la que se basa en datos oficiales de M3. En particular, la medida ajustada de la brecha monetaria real se mantuvo próxima a cero hasta la primavera del 2003, y desde entonces ha aumentado. Este patrón difiere del observado en la medida obtenida de la serie oficial, que se elevó rápidamente a partir de mediados del 2001 pero que se ha estabilizado desde el verano del 2003.

5 IMPLICACIONES DEL ANÁLISIS MONETARIO PARA LAS PERSPECTIVAS DE ESTABILIDAD DE PRECIOS

Una vez identificado y cuantificado el impacto de las distintas influencias excepcionales en el crecimiento reciente de M3, queda por realizar una valoración cuantitativa de los riesgos que la evolución monetaria plantea para la estabilidad futura de los precios. Una cuestión importante que surge inmediatamente en este contexto es cómo tratar el impacto de los desplazamientos de cartera en la evolución monetaria. En particular, es necesario considerar si las estimaciones de los extraordinarios desplazamientos de cartera deben excluirse de la serie monetaria utilizada para valorar los riesgos para la estabilidad de precios.

Esta cuestión ya se ha tratado en un recuadro publicado en una edición anterior del Boletín Mensual¹⁴. En dicho recuadro se planteaban tres posibilidades. En

primer lugar, los anteriores desplazamientos de cartera podrían invertirse a medida que los sectores tenedores de dinero normalizan su comportamiento en cuanto a la asignación de carteras, sustituyendo activos líquidos por activos a más largo plazo como valores de renta variable. En segundo lugar, las mayores tenencias de dinero resultantes de los desplazamientos de cartera pueden estar asociadas a un aumento permanente de la demanda de activos líquidos, acorde con la opinión de que la aversión al riesgo de los inversores y su preferencia por activos seguros y líquidos se han visto acrecentados constantemente por la experiencia de las elevadas minusvalías registradas en los valores de renta variable entre el 2001 y el 2003.

A partir de cualquiera de estas dos interpretaciones sería natural suponer que las implicaciones monetarias de los anteriores desplazamientos de cartera son moderadas en lo que respecta a las perspectivas de estabilidad de precios, ya que no conducen a la creación de dinero para transacciones que podrían utilizarse para el gasto y, por tanto, aumentar la demanda y las presiones inflacionistas¹⁵. En este contexto sería adecuado centrar la atención en la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera al analizar las implicaciones de la evolución monetaria para la estabilidad de precios.

Sin embargo, también existe la posibilidad de que las tenencias de dinero acumuladas como consecuencia de los anteriores desplazamientos de cartera se transformen en dinero para transacciones. Con arreglo a esta tercera posibilidad, la liquidez acumulada provocaría un aumento del gasto y presiones inflacionistas por el lado de la demanda. Si se parte de esta base, es obvio que el análisis debe centrarse en la serie oficial de M3, que incluye el impacto de los desplazamientos de cartera.

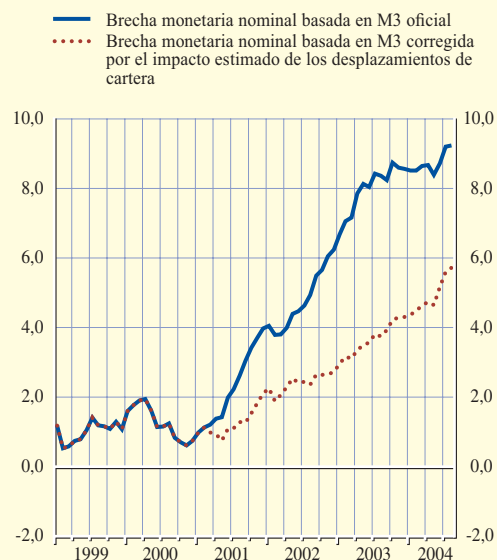
Naturalmente, en la práctica es imposible tener seguridad respecto de cuál de estas tres posibilidades describe mejor el comportamiento de los tenedores de dinero. En la práctica, también se

14 Véase «¿Qué podría suceder con el exceso de liquidez acumulado en la zona del euro?», Boletín Mensual, octubre 2003, pp. 8-10.

15 En principio, la reasignación de la liquidez existente hacia activos financieros puede tener un impacto en el precio de los activos. Aunque ello, a su vez, puede influir en el gasto agregado a través del efecto riqueza o de una mejora de las condiciones de financiación, es probable que su repercusión sea limitada.

Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria nominal

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

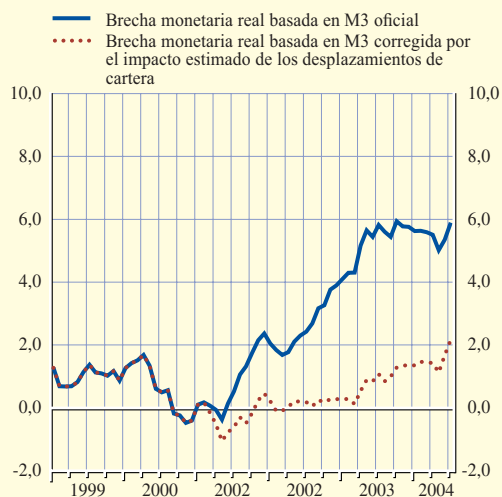


Fuente: BCE.

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

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria real

(en porcentaje del saldo de M3 en términos reales; ajustadas de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

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

puede realizar una combinación de todos los escenarios. Un enfoque para abordar los riesgos e incertidumbres inherentes a tal situación es analizar cuantitativamente diversos escenarios, obteniendo con ello una idea de los posibles resultados. Este enfoque se explica en el resto de esta sección.

Partiendo de una serie de herramientas empíricas sencillas, en el resto de esta sección se describe la forma en que el análisis precedente puede transformarse en una valoración cuantitativa de los riesgos inflacionistas procedentes de la evolución monetaria. En primer lugar, se utilizan las propiedades de indicador adelantado del crecimiento monetario para la inflación en horizontes temporales más largos. En segundo lugar, se construyen una serie de escenarios más elaborados que parten de las distintas aplicaciones del exceso de liquidez acumulado en la zona del euro.

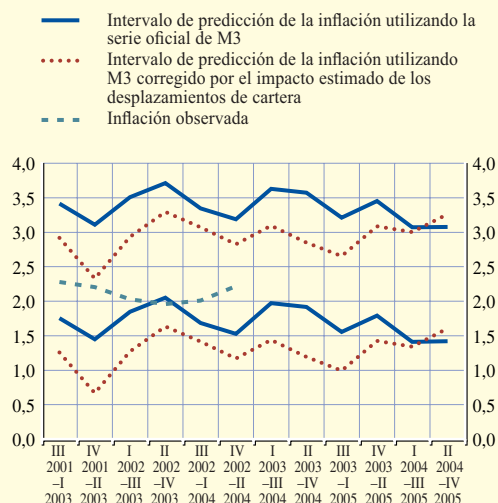
PREDICCIÓN DE LA INFLACIÓN UTILIZANDO LA RELACIÓN BIVARIANTE CON EL CRECIMIENTO DE M3

Un estudio realizado por expertos del BCE proporciona una valoración de las propiedades de indicador adelantado del crecimiento monetario para la inflación en la zona del euro¹⁶. Este estudio muestra que la inclusión de indicadores monetarios mejora el comportamiento de las predicciones fuera de la muestra de un modelo autorregresivo puro de la evolución de los precios (en el que la inflación se estima utilizando únicamente valores desfasados de sí misma). Además, el estudio demuestra que el comportamiento de los indicadores basados en el dinero con respecto a otros indicadores económicos

16 Véase S. Nicoletti-Altimari (2001), «Does money lead inflation in the euro area?», ECB Working Paper n.º 63. La metodología empleada en este estudio se basa en J. Stock y M. Watson (1999), «Forecasting inflation», *Journal of Monetary Economics* 44 (2), pp. 293-335.

Gráfico 10 Predicciones en tiempo real de la inflación anualizada, medida por el IAPC, seis trimestres hacia delante basadas en un modelo bivariente que utiliza M3 y M3 corregido por el impacto de los desplazamientos de cartera

(tasas de variación anualizadas)

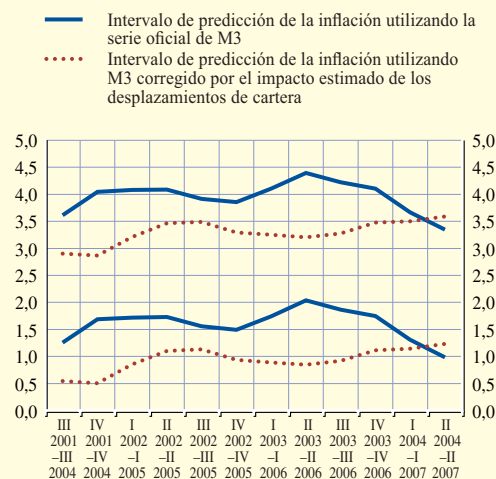


Fuente: BCE.

Nota: Las predicciones se han realizado en cuanto se ha dispuesto de los datos para el trimestre mencionado en el intervalo de predicción. Las bandas que figuran en este gráfico son intervalos de confianza del 95% de las predicciones puntuales de inflación.

Gráfico 11 Predicciones en tiempo real de la inflación anualizada, medida por el IAPC, doce trimestres hacia delante basadas en un modelo bivariente utilizando M3 y M3 corregido por el impacto de los desplazamientos de cartera

(tasas de variación anualizadas)



Fuente: BCE.

Nota: Las predicciones se han realizado en cuanto se ha dispuesto de los datos para el primer período mencionado en el intervalo de predicción. Las bandas que figuran en este gráfico son intervalos de confianza del 95% de las predicciones puntuales de inflación.

mejora a medida que aumenta el horizonte de predicción. Este modelo bivariente simple de indicador adelantado puede utilizarse para predecir la inflación media con varios trimestres de antelación. En el gráfico 10 se ha elegido un horizonte de predicción relativamente corto (de seis trimestres), con el fin de permitir una comparación con los datos observados. En el gráfico 11, el horizonte de predicción se ha ampliado a doce trimestres, más próximo al horizonte de medio a largo plazo, en el que el dinero es de mayor utilidad para explicar la inflación. Con el fin de hacerse una idea del posible impacto de los anteriores desplazamientos de cartera en la evolución monetaria y en los riesgos implícitos para la estabilidad de precios, resulta útil presentar un análisis basado tanto en la serie oficial de M3 como en la serie corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera.

Los gráficos 10 y 11 muestran el comportamiento histórico del modelo bivariente de predicción en tiempo real. Esta valoración en tiempo real utiliza únicamente información disponible en el momento en que se hicieron las predicciones. Por consiguiente, los gráficos ofrecen una

idea exacta de las señales obtenidas del modelo en las circunstancias imperantes en esas fechas.

Los gráficos ilustran dos aspectos importantes. En primer lugar, sugieren que tanto la serie oficial de M3 como la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera han apuntado a la existencia de ciertos riesgos al alza para la estabilidad de precios procedentes de la evolución monetaria en los últimos años. Estos riesgos se ponen de manifiesto en los intervalos de predicción de la inflación que, en general, se sitúan por encima del 2%, el límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que estas predicciones están rodeadas de un elevado grado de incertidumbre, tal y como refleja la amplitud de los propios intervalos.

En segundo lugar, los citados gráficos también muestran que en el período transcurrido del 2001 al 2003, las predicciones basadas en la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera suponen menores riesgos inflacionistas que las que se basan en los datos oficiales de M3. En particular, esto

queda patente a finales del 2001 y comienzos del 2003, los dos periodos con mayores desplazamientos de cartera. Este es un ejemplo de la importancia de identificar y cuantificar los factores que determinan la evolución monetaria al valorar sus implicaciones para la evolución de los riesgos para la estabilidad de precios.

Aunque es obvio que la muestra disponible es demasiado corta para establecer un criterio definitivo, el gráfico 10 también muestra que las predicciones basadas en el crecimiento de M3, sobre todo cuando se utiliza la serie corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, se han comportado relativamente bien en tiempo real.

PREDICCIONES DE LA INFLACIÓN UTILIZANDO MEDIDAS DEL EXCESO DE LIQUIDEZ

Los indicadores de la inflación basados únicamente en la evolución del crecimiento monetario pasan por alto el impacto potencial del exceso de liquidez acumulado en la evolución futura de los precios. Por ello, también es importante valorar el contenido informativo de las medidas del exceso de liquidez para la evolución futura de los precios. El análisis presentado aquí analiza tres escenarios sobre el uso futuro del exceso de liquidez y su impacto en la estabilidad de precios, de los que dos podrían presentarse como extremos opuestos de un abanico de posibles resultados. Así, el análisis puede interpretarse como otra ilustración de los límites superior e inferior de los riesgos para la estabilidad de precios procedentes del lado monetario.

El primer escenario se basa en el supuesto de que el exceso de liquidez acumulado se transformará en dinero para transacciones, por lo que puede generar riesgos para la estabilidad de precios en consonancia con regularidades históricas. Para implementar empíricamente este escenario se utiliza la serie oficial de M3. El escenario implica una caída bastante rápida del crecimiento de M3 en el futuro, ya que el modelo de M3 supone que el actual exceso de liquidez desaparecerá con el tiempo hasta situarse en niveles acordes con patrones históricos.

El segundo escenario es una variante del primero, y supone que la relación empírica entre la evolución monetaria y la inflación se mantiene, pero que el exceso de liquidez de la zona del euro acumulado durante el reciente período de intenso crecimiento de M3 desaparecerá con más lentitud en el futuro que el promedio de las dos últi-

mas décadas. Este análisis está motivado por la observación de que el exceso de liquidez ha demostrado ser más persistente en los últimos años de lo que cabría haber esperado en función de la experiencia anterior. Esto podría estar relacionado con una mayor aversión al riesgo por parte de los tenedores de dinero tras el prolongado período de descensos en los mercados bursátiles entre el 2000 y el 2003. Este escenario, que implica un período de persistencia del exceso de liquidez mayor que en el primer escenario, puede considerarse una ilustración del límite superior de los riesgos para la estabilidad de precios procedentes del lado monetario.

En el tercer escenario se supone que el rápido crecimiento monetario observado recientemente asociado a los extraordinarios desplazamientos de cartera ha tenido un carácter excepcional y, por ello, no debe analizarse a partir de relaciones históricas. En este escenario se utiliza la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera y también supone que en el futuro se corregirá parte del exceso de liquidez. Este escenario puede considerarse un ejemplo del límite inferior de los riesgos para la estabilidad de precios procedentes del lado monetario.

Para ilustrar las posibles implicaciones del exceso de liquidez en las perspectivas de estabilidad de precios en cada uno de los escenarios descritos anteriormente se utiliza un modelo econométrico reducido de indicadores para la zona del euro. Este modelo se basa en una medida de la brecha monetaria real obtenida a partir de una ecuación de demanda de dinero¹⁷. Algunos estudios empíricos sugieren que esta medida del exceso de liquidez ha contribuido a predecir la evolución futura de los precios en la zona del euro¹⁸. El modelo que subyace a este análisis es una variante del denominado enfoque *P-star*, que ha destacado en la literatura económica las propiedades del dinero como indicador adelantado de la evolución futura de los precios (véase recuadro 3)¹⁹.

17 Obsérvese que la medida de la brecha monetaria real es diferente a la que se presenta en el gráfico 2 pues se basa en una ecuación de demanda de dinero a largo plazo en lugar de en las desviaciones acumuladas del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia.

18 Véase, por ejemplo, S. Gerlach y L. E. O. Svensson (2003), «Money and inflation in the euro area: A case for monetary indicators?», *Journal of Monetary Economics* 50, pp. 1649-1672, y C. Treccroci y J.-L. Vega (2002), «The information content of M3 for future inflation», *Weltwirtschaftliches Archiv* 138 (1), pp. 22-53.

19 Véase J. J. Hallman, R. D. Porter y D. H. Small (1991), «Is the price level tied to the M2 monetary aggregate in the long run?», *American Economic Review* 81 (4), pp. 841-858.

Naturalmente, tales modelos de indicadores son muy simples y están sujetos a una serie de limitaciones y, por consiguiente, sus resultados deben considerarse indicativos de la orientación, la magnitud y la incertidumbre que rodea a los

riesgos para la estabilidad de precios procedentes de la evolución monetaria y del exceso de liquidez, más que una predicción precisa de las perspectivas de inflación en horizontes temporales cortos.

Recuadro 3

EL MODELO P-STAR

El modelo *P-star* simple en que se basan las proyecciones presentadas en el texto principal puede expresarse utilizando la siguiente ecuación:

$$\pi_{t+1} = \pi_{t+1}^{obj} + \alpha_{\pi}(L)(\pi_t - \pi_t^{obj}) + \alpha_m(\text{BRECHA MONETARIA REAL})_{t,j} + \alpha_z(L)Z_t + u_{t+1} \quad [1]$$

Esta ecuación implica que las desviaciones de la inflación, π_t , con respecto al objetivo del banco central, π_t^{obj} , se estrechan gradualmente. La brecha monetaria real y otras variables (denominadas *Z*) aumentan las presiones inflacionistas, y la magnitud de tales presiones está determinada por los parámetros α_m y α_z . La brecha monetaria real utilizada en este ejercicio se construye de forma distinta a la que figura en los gráficos 2, 8 y 9 del texto principal. Como se muestra más adelante, se calcula como la desviación con respecto al equilibrio de un modelo de demanda de dinero. En el modelo simple utilizado en este artículo, *Z* representa los precios del petróleo. La inclusión de los precios del petróleo en la ecuación *P-star* supone reconocer que la evolución monetaria no es decisiva para predecir la trayectoria de la inflación a corto plazo, y puede considerarse un intento de controlar la volatilidad de la inflación a corto plazo, subrayando con ello la relación de medio a largo plazo entre la evolución monetaria y el comportamiento de los precios.

Con el fin de efectuar predicciones de la inflación en horizontes temporales más largos con el citado modelo *P-star*, es necesario disponer de proyecciones sobre el crecimiento monetario, que, a su vez, se basen en supuestos acerca de otras variables macroeconómicas. A efectos ilustrativos, el ejercicio que se presenta en este artículo simplemente toma las cifras publicadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre del 2004¹. Partiendo de estos supuestos, la evolución del crecimiento de M3 puede calcularse utilizando un sistema de demanda de dinero².

Además de realizar predicciones de la inflación utilizando la brecha monetaria real, el modelo *P-star* también permite efectuar una descomposición de las desviaciones proyectadas con respecto al objetivo de inflación a partir de diversos componentes de la brecha monetaria real. En particular, la brecha monetaria real puede descomponerse en el «excedente monetario» (la desviación del saldo monetario real observado del que habría estado acorde con los niveles de actividad real observados), un término relacionado con la situación cíclica de la actividad real de la economía y con los tipos de interés.

Para ver esto es útil definir la brecha monetaria real como la desviación del saldo monetario real observado (*M3 real*) con respecto al que resultaría de un modelo de demanda de dinero en el que ambos determinantes tradicionales de la demanda de dinero (renta y_t y tipos de interés, i_t) están en

1 Para conocer más detalles, véase el recuadro «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», Boletín Mensual, septiembre 2004, pp 60-61.

2 El sistema de demanda de dinero utilizado en este ejercicio es el desarrollado para M3 de la zona del euro por A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), *op. cit.*

su nivel de equilibrio. Naturalmente, esta definición es análoga a la del valor de referencia del crecimiento monetario del BCE, ya que el cálculo del valor de referencia se basa implícitamente en una trayectoria de equilibrio supuesta para el nivel del producto y de los tipos de interés. Un enfoque basado en la ecuación de demanda de dinero implica lo siguiente³:

$$\text{BRECHA MONETARIA REAL}_t = (\text{realM3})_t - (c + \beta \cdot y_t^* + \gamma \cdot i_t^*) \quad [2]$$

en el que y_t^* es el nivel de equilibrio estimado de la renta nacional, i_t^* es el nivel de equilibrio estimado de los tipos de interés, y c , β e γ son los parámetros de la función de demanda de dinero. Naturalmente, el nivel observado de dinero siempre puede expresarse utilizando una ecuación de demanda de dinero, una vez se incluye un «residuo» (ε_t) con el fin de captar aquella parte del saldo monetario que no queda explicada por los determinantes tradicionales en el largo plazo. Si se rescribe el saldo de M3 real de esta manera resulta la siguiente descomposición de la brecha monetaria real:

$$\begin{aligned} \text{BRECHA MONETARIA REAL}_t &= (c + \beta \cdot y_t + \gamma \cdot i_t + \varepsilon_t) - (c + \beta \cdot y_t^* + \gamma \cdot i_t^*) & [3] \\ &= \varepsilon_t + \beta \cdot (y_t - y_t^*) + \gamma \cdot (i_t - i_t^*) \end{aligned}$$

en la que ε_t es el «excedente monetario», definido como la diferencia entre el nivel efectivo de M3 real y el nivel de «equilibrio» o «deseado» de M3 real que proporciona la relación a largo plazo de un modelo de demanda de dinero; $\beta \cdot (y_t - y_t^*)$ es la contribución resultante de la situación cíclica de la economía, e $\gamma \cdot (i_t - i_t^*)$ es la de los tipos de interés. Luego, estos componentes de la brecha monetaria real pueden sustituirse en la ecuación de predicción de la inflación [1], con el fin de identificar por separado las contribuciones de cada uno de estos componentes, así como la procedente de los precios del petróleo que actúan como instrumento de control de la volatilidad de la inflación a corto plazo.

Si el excedente monetario contiene información de utilidad para predecir la evolución futura de la inflación además de la que figura en los indicadores de la situación cíclica de la economía o en los tipos de interés, existen argumentos sólidos para analizar atentamente la evolución monetaria al considerar el proceso de inflación. Utilizando datos de las dos últimas décadas, varios estudios de la literatura económica han demostrado que el excedente monetario realmente contribuye a predecir la inflación en la zona del euro⁴.

Es obvio que modelos de predicción como los presentados en este recuadro son relativamente sencillos. Además, aunque las proyecciones obtenidas a partir de estos modelos están rodeadas por una elevada incertidumbre, los resultados de los ejercicios de simulación basados en estos modelos ofrecen algunas ideas ilustrativas y útiles sobre los riesgos que plantea el exceso de liquidez para la evolución futura de los precios.

3 En las ecuaciones 2 y 3 se utilizan los logaritmos de M3 real y de renta.

4 Véase, por ejemplo, C. Trecroci y J.-L. Vega, *op cit.*

Cuadro 1 Predicciones de la inflación medida por el IAPC basadas en el modelo *P-star* utilizando M3, M3 con ajuste lento y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

	Inflación en IV 2005 ¹⁾	Contribución del excedente monetario a la inflación ²⁾	Inflación en IV 2006 ¹⁾	Contribución del excedente monetario a la inflación ²⁾
Escenario 1: crecimiento oficial de M3 con una corrección relativamente rápida del exceso de liquidez ³⁾	1,75-3	2,5	1,25 -2,75	2
Escenario 2: crecimiento oficial de M3 con ajuste lento del exceso de liquidez ⁴⁾	1,75-3	2,75	1,75-3,25	2,5
Escenario 3: crecimiento de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera	1-2,25	2	1-2,5	1,75

Nota: Las predicciones se han obtenido a partir de datos monetarios hasta el segundo trimestre del 2004.

1) Los intervalos de predicción son bandas de confianza del 95% de la estimación puntual de la inflación interanual.

2) La contribución del excedente monetario a la inflación muestra la tasa de inflación que prevalecería a partir del modelo *P-star* si el impacto de los precios del petróleo y de la situación cíclica de la economía se eliminaran de la predicción, con el fin de ofrecer una predicción «pura» basada en el dinero. La predicción relativa a los precios del petróleo se ha tomado de los supuestos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre. El indicador de la situación cíclica de la economía (predicciones incluidas) se ha obtenido del promedio de estimaciones calculadas utilizando un filtro Hodrick-Prescott estándar, un enfoque basado en la función de producción, según figura en T. Proietti, A. Musso y T. Westermann (2002), «Estimating potential output and the output gap for the euro area: a model-based production function approach», EUI working paper n.º ECO 2002/9, y una estimación facilitada por la OCDE. Las predicciones de los dos primeros indicadores se han obtenido utilizando los resultados de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre. El indicador de la situación cíclica de la economía de la OCDE sólo se ha estimado hasta finales del 2005. Se amplió hasta finales del 2006 utilizando las variaciones intertrimestrales del indicador de T. Proietti, A. Musso y T. Westermann (2002).

3) Acorde con las estimaciones de los parámetros de la ecuación de demanda de dinero en el período transcurrido de 1980 a mediados del 2001.

4) El ajuste más lento se simuló suponiendo que el ajuste futuro del excedente se produce en consonancia con una estimación del modelo de demanda de dinero anteriormente citado entre 1980 y el segundo trimestre del 2004.

En el cuadro 1 se muestran las predicciones de la inflación basadas en el modelo *P-star* hasta finales del 2006. Como se ha observado anteriormente, se distinguen tres escenarios. En el escenario basado en datos oficiales de M3, el modelo estima una inflación interanual, medida por el IAPC, que oscilará entre el 1,25% y el 2,75% a finales del 2006. Esta banda se basa en un intervalo de confianza del 95% en torno a las predicciones puntuales de la inflación interanual y muestra la considerable incertidumbre que rodea a las predicciones basadas en el dinero. En cambio, si el actual exceso de liquidez se ajustara con más lentitud de la prevista según la experiencia pasada (en consonancia con el segundo escenario descrito anteriormente), las predicciones de la inflación se mantendrían sesgadas, por encima del 2%, en todo el horizonte de predicción.

En cualquier caso, en los dos escenarios basados en la serie oficial de M3, gran parte del intervalo de predicción de la inflación es superior al 2%, lo que apunta a ciertos riesgos al alza para la estabilidad de precios. Estos resultados divergen, en

cierto modo, del escenario basado en la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera. En este caso se espera que la inflación interanual, medida por el IAPC, se mantenga acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE en el 2005 y en el 2006. Así, los resultados del ejercicio final están más próximos a las proyecciones que figuran en el principal escenario publicado en el contexto de las proyecciones macroeconómicas de los expertos de BCE de septiembre, mientras que los otros dos escenarios, sobre todo el segundo, apuntan a la existencia de ciertos riesgos al alza para la estabilidad de precios procedentes del lado monetario.

Como se describe en el recuadro 3, la brecha monetaria real que subyace al modelo *P-star* puede desglosarse en diversos componentes, de forma que puede identificarse su impacto individual en la predicción de la inflación. En particular, puede evaluarse la importancia del excedente monetario, la desviación del saldo monetario real con respecto al nivel que cabría esperar partiendo de la experiencia histórica, dado el nivel imperante

Cuadro 2 Predicciones en tiempo real de la inflación medida por el IAPC nueve trimestres hacia delante basadas en el modelo P-star utilizando M3, M3 con ajuste lento y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

Última observación disponible	Inflación interanual estimada	M3	M3 con ajuste más lento	M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera
2001 III	2003 IV	0,5-2,25	0,5-2,25	0,5-2
2002 I	2004 II	0,5-2,25	0,5-2	0,5-2
2002 III	2004 IV	0,75-2,25	0,75-2,25	0,5-2
2003 I	2005 II	1-2,5	1,25-2,5	0,75-2,25
2003 III	2005 IV	1,25-2,5	1,25-2,75	0,75-2,25
2004 I	2006 II	1,25-2,75	1,5-3	0,75-2,25
2004 II	2006 III	1,5-2,75	1,75-3	1-2,25

Nota: Las predicciones se han realizado en cuanto se ha dispuesto de los datos para el primer periodo mencionado en el intervalo de predicción. Las bandas que figuran en este cuadro son intervalos de confianza del 95% de las predicciones puntuales de inflación.

de los determinantes convencionales de la demanda de dinero. La contribución procedente del excedente monetario puede caracterizarse como un impulso meramente monetario de la evolución de los precios.

En el caso de los dos escenarios basados en la serie oficial de M3, la contribución de la proyección relativa a la inflación procedente del excedente monetario siempre es positiva y, la mayor parte del tiempo, indica una inflación, medida por el IAPC, superior al 2%. Si la predicción de la inflación general en este escenario es inferior al 2%, ello es consecuencia de una contribución negativa de la situación cíclica de la economía. En el cuadro 1 se muestra que cuando se utiliza la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, la contribución a las presiones inflacionistas procedente del excedente monetario es algo más moderada y resulta en una proyección de la inflación más moderada.

El cuadro 2 muestra el comportamiento histórico del modelo de predicción *P-star* para la zona del euro en tiempo real, y es ilustrativo de algunos aspectos importantes. En primer lugar, demuestra que los riesgos para la estabilidad de precios son relativamente moderados si se valoran a partir del modelo (basado en medidas del exceso de liquidez). Sin embargo, aunque este modelo predice niveles relativamente reducidos de inflación en el 2001, las predicciones de la inflación muestran una

tendencia al alza en el tiempo, cuando el impacto del exceso de liquidez empieza a acumularse. En general, las indicaciones acerca de los riesgos inflacionistas que se derivan del modelo *P-star* parecen más moderadas que las que proporcionan los modelos bivariantes de indicadores (que se centran en el crecimiento monetario). Es posible que la estructura más elaborada del modelo *P-star*, que toma en consideración la situación cíclica de la economía además de la evolución monetaria, explique esta diferencia de valoración.

Estos resultados destacan, una vez más, la importancia de realizar una cuidadosa valoración de los riesgos para la estabilidad de precios procedentes de la evolución monetaria, que tome en consideración la naturaleza específica de los factores que determinan dicha evolución en distintos periodos.

En conclusión, en esta sección se han presentado los resultados del análisis monetario utilizando algunas sencillas herramientas ilustrativas que demuestran la forma en que el análisis monetario puede proporcionar información relevante para las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios. Naturalmente, la simplicidad de los enfoques descritos implica que las proyecciones de la inflación basadas, en su mayor parte, en datos monetarios, únicamente constituyen una parte del análisis monetario general. Como se desprende de la naturaleza de los métodos aplicados, de los supuestos que subyacen

a estos instrumentos y de las salvedades mencionadas anteriormente, las herramientas utilizadas aquí no pueden aplicarse de manera mecánica para obtener conclusiones concretas de política monetaria. El BCE, en consonancia con la estrategia anunciada al comienzo de la tercera fase de la UEM, en octubre de 1998, ha utilizado este análisis para identificar aquellos aspectos de la trayectoria de M3 que plantean riesgos potenciales para la estabilidad de precios a medio y largo plazo, en lugar de reaccionar de manera mecánica a la evolución monetaria. Este análisis se ha utilizado para contrastar la valoración procedente del análisis económico. Este es un rasgo esencial de la estrategia de política monetaria del BCE, que garantiza que el Consejo de Gobierno responde de forma que contribuye a cumplir el mandato del BCE. No obstante, los ejercicios presentados en esta sección deben considerarse a efectos heurísticos y expositivos, como una forma de que las implicaciones del análisis monetario detallado sean presentadas y comprendidas con más claridad.

6 CONCLUSIONES

En los últimos años, la extracción de señales de la evolución monetaria relativas a los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo ha demostrado ser una ardua tarea. Una serie de perturbaciones han influido en la evolución monetaria y en el comportamiento de los precios en horizontes temporales de corto a medio

plazo, empañando con ello la relación subyacente entre el crecimiento monetario y la inflación a más largo plazo.

En el difícil entorno existente en los últimos años, el análisis monetario del BCE ha utilizado distintas herramientas analíticas y marcos conceptuales con el fin de captar la información de la evolución monetaria relevante para las decisiones de política monetaria. En este artículo se han descrito algunas de estas herramientas. Es obvio que es improbable que el uso mecánico de un solo indicador o herramienta sea un método adecuado para obtener la información que contiene la evolución monetaria que es relevante para las decisiones de política monetaria. Como han demostrado los ejercicios basados en escenarios presentados en este artículo, cifras similares sobre el crecimiento monetario general pueden conducir a distintas valoraciones de los riesgos para la futura estabilidad de precios, dependiendo de la situación macroeconómica imperante y, en particular, de los factores que determinan el crecimiento monetario.

Utilizando el análisis institucional y las técnicas econométricas aquí descritas, ha sido posible lograr una buena comprensión de la evolución monetaria en tiempo real en los últimos años, sobre todo en lo que respecta a algunas de las causas subyacentes a las variaciones en el crecimiento de M3 y de sus posibles implicaciones para la evolución futura de los precios.

ANEXO

CONTRASTE DE LA ESTABILIDAD DE LA DEMANDA DE DINERO A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

Diversos estudios han demostrado que la demanda del agregado monetario amplio de la zona del euro presenta una relación estable con los precios, la actividad económica y los tipos de interés²⁰. Sin embargo, el excepcional crecimiento de M3 registrado entre mediados del 2001 y el verano del 2003, superior a lo que cabría haber esperado en función de la trayectoria de los determinantes convencionales de la demanda de dinero, ha planteado dudas sobre posibles rupturas estadísticas en esta relación histórica.

Al valorar la estabilidad de las relaciones de demanda de dinero debe reconocerse que la definición empíricamente relevante de dinero no está clara. En un entorno de innovación financiera y de modificaciones de la estructura financiera, los instrumentos que desempeñan el papel tradicional del dinero —unidad de cuenta, medio de pago y depósito de valor— cambian constantemente. Además, la naturaleza de estas tres funciones también evoluciona con el tiempo, a medida que se producen avances tecnológicos y se introducen nuevos instrumentos. Un análisis monetario exhaustivo debe abarcar la evolución de los componentes y contrapartidas de los agregados monetarios fundamentales y analizar constantemente si, en determinadas circunstancias, las tenencias de algunos de estos componentes realmente representan saldos monetarios en el sentido convencional o más bien instrumentos con una función económica alternativa, como instrumentos de ahorro a largo plazo. No obstante, en consonancia con el texto principal de este artículo, el análisis de este anexo se centra en la estabilidad del agregado monetario amplio, M3.

En principio pueden distinguirse dos formas de inestabilidad de la demanda de dinero. En primer lugar, pueden producirse inestabilidades a corto plazo que no modifican la relación de demanda a largo plazo entre el saldo monetario, los precios, la renta real y los tipos de interés. Estas inestabilidades son, hasta cierto punto, inevitables, dada la complejidad de la relación a corto plazo entre la

evolución monetaria y la inflación, que está condicionada por el comportamiento de muchas otras variables económicas. En segundo lugar, y lo que es más importante, la relación de demanda de dinero a largo plazo puede dejar de ser válida. Aunque esto simplemente representa la inestabilidad de una formulación econométrica específica de tal relación de demanda de dinero, y no necesariamente cuestiona la relación subyacente a largo plazo entre la evolución monetaria y los precios, plantea considerables problemas prácticos para el análisis monetario, ya que las referencias estadísticas con las que se suele comparar la evolución monetaria pasarían a ser menos significativas.

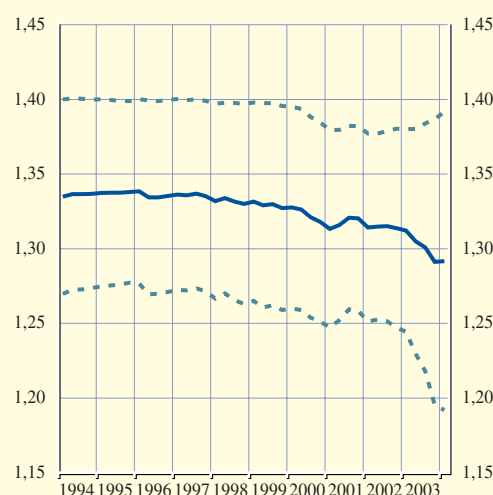
En este anexo se analiza la estabilidad de la demanda de dinero a largo plazo de la zona del euro en el período transcurrido desde el primer trimestre de 1980 al primer trimestre de 2004, utilizando una ecuación de demanda de dinero desarrollada por expertos del BCE²¹. Esta ecuación está incorporada en un sistema de mecanismo de corrección de error estimado mediante la aplicación del procedimiento de cointegración de Johansen, sobre un conjunto de variables que comprenden M3 deflactado por el deflactor del PIB ($m-p$), el PIB real (y), y una medida del coste de oportunidad de mantener dinero definida como el diferencial entre el tipo de interés a corto plazo de mercado (ST) y el rendimiento propio de M3 (OWN). Este último se computa como la media ponderada de las tasas de rendimiento de los componentes individuales de M3 (utilizando como ponderación la importancia relativa de cada componente de M3)²². La estimación de la demanda de dinero a largo plazo en

20 Véanse ejemplos recientes en C. Brand y N. Cassola (2004), «A money demand system for euro area M3», *Applied Economics* 36 (8), pp. 817-838; A. Bruggeman, P. Donati y A. Warne (2003), «Is the demand for euro area M3 stable?», ECB working paper n.º 255; A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), *op. cit.*; G. Coenen y J.-L. Vega (2001), «The demand for M3 in the euro area», *Journal of Applied Econometrics* 16 (6), pp. 727-748; y M. Funke (2001), «Money demand in Euroland», *Journal of International Money and Finance* 20 (5), pp. 701-713

21 A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), *op. cit.*

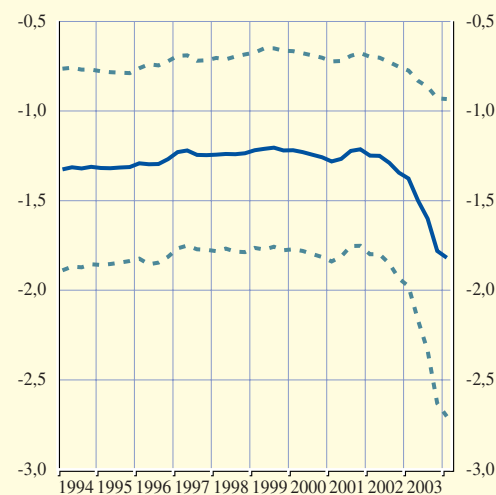
22 La variante del modelo utilizado en este recuadro se calcula condicionada a una restricción de la exogeneidad débil del PIB real para el sistema. Además, la primera diferencia de la tasa de inflación trimestral anualizada (basada en el deflactor del PIB) y la variación desfasada un trimestre del «diferencial de rendimientos» (definido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario) se han incluido como variables exógenas.

Gráfico A Estimaciones recursivas del coeficiente a largo plazo del PIB real¹⁾



Fuente: BCE.
 Nota: Las líneas discontinuas señalan el intervalo de confianza del 95%.
 1) Basado en el modelo de demanda de dinero de A. Calza, D. Gerdemeier y J. Levy (2001); véanse las notas del gráfico 4 para conocer más detalles.

Gráfico B Estimaciones recursivas del coeficiente a largo plazo del coste de oportunidad¹⁾



Fuente: BCE.
 Nota: Las líneas discontinuas señalan el intervalo de confianza del 95%.
 1) Basado en el modelo de demanda de dinero de A. Calza, D. Gerdemeier y J. Levy (2001); véanse las notas del gráfico 4 para conocer más detalles.

términos reales adopta la siguiente forma lineal semilogarítmica (desviación típica entre paréntesis):

$$(m-p)_t = 1,29 \cdot y_t - 1,82 \cdot (ST-OWN)_t$$

(0,05) (0,47)

Un método convencional para investigar la estabilidad de los coeficientes a largo plazo consiste en plasmar en un gráfico las estimaciones recursivas de estos coeficientes. Este procedimiento únicamente exige calcular la ecuación en una muestra trunca y luego volver a estimar repetidamente la ecuación en muestras ampliadas hasta que se consiga la estimación de la muestra completa. Este ejercicio da una idea de si las estimaciones cambian con el tiempo. En particular, las fluctuaciones considerables de los coeficientes estimados suelen interpretarse como indicativas de inestabilidad.

Es necesario señalar desde el principio que este método es bastante informal y adolece de ciertos problemas econométricos graves. En consecuencia, los resultados de la aplicación de este método deben interpretarse con considerable cautela, y sólo se

pueden utilizar para recopilar evidencia preliminar sobre la estabilidad de los parámetros del modelo.

En los gráficos A y B figuran las sendas temporales descritas por las estimaciones recursivas de los coeficientes de la ecuación de demanda de dinero a largo plazo, junto con los correspondientes intervalos de confianza del 95%. Tanto la elasticidad de la renta como la semielasticidad de los diferenciales de tipos de interés (los dos parámetros clave a largo plazo del modelo) parecen haber sido afectados por perturbaciones en los últimos trimestres del período de prueba, en los que el crecimiento monetario ha sido excepcionalmente elevado. Aunque el efecto de estas perturbaciones es especialmente visible a partir de las fluctuaciones del coeficiente del coste de oportunidad, también pueden obtenerse de la ampliación de los intervalos de confianza que rodean a la elasticidad estimada de la renta hacia el final del período muestral.

En general, este análisis gráfico indicaría que no se puede dar por sentada la estabilidad del modelo

Cuadro A Test de estabilidad de los parámetros de Nyblom¹⁾

Tipo de test	Estadístico	Valor p
Supremo	0,53	0,62
Media	0,16	0,55

Nota: El valor p es una medida de la evidencia que existe en contra de la hipótesis nula (en estos test, la estabilidad conjunta de los parámetros de la ecuación de demanda de dinero). Un valor p elevado indica que apenas hay evidencia en contra de la hipótesis nula. Los valores p se obtienen por el método *bootstrap* utilizando 1.000 iteraciones.

1) Basado en el modelo de demanda de dinero de A. Calza, D. Gerdsemeier y J. Levy (2001); véanse las notas del gráfico 4 para conocer más detalles.

en los períodos recientes. Esta observación suscita la necesidad de realizar un análisis más formal utilizando métodos, como tests de estabilidad de los parámetros, que no están sujetos a los inconvenientes técnicos asociados a las estimaciones recursivas. Estos tests, más complejos, incluyen las variantes media y suprema del denominado test de Nyblom, que contrasta la estabilidad conjunta de los parámetros del vector de cointegración²³. Los resultados de estos tests aplicados a la demanda de M3 de la zona del euro figuran en el cuadro A.

Aunque estos tests también plantean diversos problemas, por ejemplo en muestras de reducido tamaño, el uso de técnicas de *bootstrap*, tal y como proponen Bruggeman, Donati y Warne (2003), puede paliar algunos de estos problemas. Como pone de manifiesto el nivel relativamente elevado de los valores p, la hipótesis nula del test (estabilidad conjunta de los parámetros a largo plazo) no puede rechazarse a niveles convencionales. Esto indica que los parámetros a largo plazo del modelo permanecen, en conjunto, estables, incluso cuando el período muestral se amplía hasta el primer trimestre del 2004 y, de este modo, incluye el período reciente de intenso crecimiento monetario.

En general, los dos métodos utilizados para valorar la estabilidad de la demanda de dinero proporcionan resultados levemente contradictorios. Aunque los resultados de las estimaciones recursivas sugieren que la estabilidad de los coeficientes a largo plazo del modelo puede haberse deteriorado hacia el final del período muestral, los resultados de un

test formal de estabilidad de los parámetros no ponen de manifiesto la existencia de señales importantes de inestabilidad de los parámetros del modelo. En general, los tests formales de estabilidad de los parámetros deberían proporcionar información más precisa que los análisis gráficos de las estimaciones recursivas y, en consecuencia, debería concederse relativamente más importancia a dichos resultados. En síntesis, este ejercicio econométrico no sugiere que haya motivos para creer que la estimación de la relación de demanda a largo plazo de M3 para la zona del euro haya sufrido una ruptura.

23 Estos tests se han ampliado a los VAR cointegrados en B. Seo (1998), «Tests for structural changes in cointegrated systems», *Econometric Theory* 14, pp. 222-259, y H. Hansen y S. Johansen (1999), «Some tests for parameter constancy in cointegrated VAR-models», *Econometric Journal* 2, pp. 306-333.

INTEGRACIÓN ECONÓMICA EN REGIONES DISTINTAS DE LA UNIÓN EUROPEA

Dentro de la UE, la integración económica regional está muy avanzada y, además, muy debatida y analizada. Por este motivo, la UE se utiliza con frecuencia como punto de referencia para otras regiones del mundo. Al mismo tiempo, representa únicamente una de entre tantas experiencias en materia de integración económica regional. En el presente artículo se examinan una serie de regiones distintas de la UE —la Comunidad de Estados Independientes, el Oriente Medio, África, el este de Asia y América Latina—, poniendo de relieve el distinto grado de integración alcanzado en cada una de ellas y sus características. Como resultado de este análisis se observa que la integración se ha visto impulsada, en algunos casos, por fuerzas del mercado que actuaban en respuesta a factores económicos y, en otros, por iniciativas políticas. Sin embargo, a largo plazo se puede apreciar una cierta interacción entre ambos factores.

I INTRODUCCIÓN

El BCE, resultado en sí mismo de un largo proceso de integración económica regional, se ha convertido en el socio natural de varias agrupaciones regionales en el mundo, que le piden que comparta su experiencia en el marco de seminarios conjuntos y otras iniciativas en las que participan responsables de la política monetaria y, a veces, investigadores del mundo académico. En particular, en los últimos años el BCE ha organizado, conjuntamente con el Eurosistema, seminarios de alto nivel celebrados con los bancos centrales de países del Mediterráneo meridional y oriental, con la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico (EMEAP, en su sigla en inglés)¹, y con los bancos centrales de la mayor parte de los países de América Latina. También se han celebrado seminarios sobre integración económica regional en el marco del Encuentro Asia-Europa (ASEM, en su sigla en inglés) y del Grupo de los Veinte (G20), y se han llevado a cabo contactos con entidades regionales como el Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo (CCG), la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN, en su sigla en inglés) y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). En este contexto, el BCE no sólo está interesado en explicar la experiencia europea, especialmente en el ámbito de la cooperación monetaria, sino que considera igualmente importante comprender la integración económica regional fuera de la UE, tema que estudia el presente artículo.

La integración económica regional se puede definir como el grado de interpenetración de la actividad

económica entre países que pertenecen a la misma área geográfica. Para medirla se consideran aspectos reales, como el comercio y la movilidad laboral, y aspectos financieros y monetarios, como la convergencia de los tipos de interés y de las tasas de inflación. El nivel efectivo de integración económica alcanzado por una región en un momento determinado puede interpretarse como el resultado de factores económicos y de políticas oficiales, con diferentes combinaciones entre ambos, según el caso en cuestión. Las políticas pueden estar encaminadas a lograr distintos objetivos finales de integración, como los que figuran en la clasificación ofrecida en el cuadro 1, y pueden materializarse en soluciones muy diferentes, que varían desde acuerdos intergubernamentales a uniones de gran alcance con transferencia de soberanía a instituciones supranacionales. Todos estos distintos marcos institucionales pueden agruparse bajo el epígrafe de «acuerdos regionales».

Aunque la UE se considera, con frecuencia, el acuerdo regional más avanzado, otras regiones han establecido un marco institucional para la integración o lo han reforzado, especialmente desde la década de los noventa. En efecto, en los últimos quince años, el proceso multilateral de globalización se ha visto acompañado de una proliferación de iniciativas regionales. Éstas se han desarrollado, en particular, en países emergentes, en transición o en vías de desarrollo de las regiones que se analizan en el presente artículo.

Por lo que respecta a la integración comercial, los países en vías de desarrollo están autorizados a inter-

¹ Al final del artículo se adjunta un glosario con la explicación de los términos regionales y acrónimos utilizados en el texto.

Cuadro 1 Objetivos de integración económica regional: clasificación uniforme

1. Zona de comercio preferencial (ZCP)	Región en la que se aplican a los bienes producidos en los países miembros de la misma aranceles inferiores a los que se aplican a bienes producidos en países no pertenecientes a la zona.
2. Zona de libre comercio (ZLC)	Región en la que se eliminan los aranceles y los cupos sobre las importaciones procedentes de países miembros de la misma y se mantienen los aranceles y los cupos nacionales frente a terceros países.
3. Unión aduanera (UA)	ZLC que aplica aranceles y cupos comunes (si los hubiere) en el comercio con países no pertenecientes a la misma.
4. Mercado común (MC)	UA sin barreras no arancelarias al comercio (integración de los mercados de productos y de servicios) ni restricciones a la movilidad de los factores (integración de los mercados de factores).
5. Unión económica (UNE)	MC con un elevado grado de coordinación de las políticas económicas nacionales y/o armonización de la legislación nacional pertinente.
6. Integración económica total (IET)	UNE en la que todas las políticas económicas relevantes se instrumentan a nivel supranacional en un marco institucional que se rige por una legislación y unas autoridades supranacionales.

Fuente: Adaptado de B. Balassa, «The Theory of Economic Integration» (1961).

cambiar entre ellos prácticamente cualquier tipo de trato preferencial en virtud de la cláusula de habilitación del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio/Organización Mundial del Comercio (GATT/OMC), que puede interpretarse como una exención respecto al principio de nación más favorecida. Este artículo se centra únicamente en este tipo de acuerdos comerciales, a veces denominados acuerdos «Sur-Sur», y no abarca otros convenios, como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) y los que la UE haya celebrado con países en vías de desarrollo como los Estados de África, del Caribe y del Pacífico (Estados ACP), que pueden denominarse acuerdos «Norte-Sur».

Además de realizar avances en la política comercial, algunos países en vías de desarrollo han progresado también en la cooperación financiera y/o monetaria y cambiaria, así como en la supervisión económica a nivel regional por parte del grupo de pares, con la participación, en algunos casos (como en el este de Asia), de uno o más países más desarrollados (por ejemplo, Japón), como se verá más adelante.

En el presente artículo se examinan algunas regiones vecinas a la UE [la Comunidad de Estados Independientes (CEI), el Oriente Medio y África], así como el este de Asia y América Latina. Los procesos de integración regional de cada región se estudian considerando el grado efectivo de integración económica alcanzado (la dimensión económica) y

los acuerdos regionales o subregionales subyacentes (la dimensión institucional). Las principales variables elegidas para describir la dimensión económica, cuando se dispone de los datos correspondientes, son las siguientes: integración comercial regional y grado de apertura, diferencias en el PIB real per cápita, sincronización del ciclo económico, diferencias en los tipos de interés nominales y volatilidad intrarregional de los tipos de cambio. La dimensión institucional se evalúa en términos cualitativos. Para medir los avances realizados en la cooperación regional a lo largo del tiempo se utiliza un índice cuyos valores van de 0 (ninguna integración) a 100 (integración económica total, como se muestra en el cuadro 1). Se presentan los valores del índice referidos a los acuerdos regionales del este de Asia y América Latina. Asimismo, para facilitar su interpretación, estos valores se comparan con la senda de integración seguida por la UE desde 1957, que se considera aquí meramente un punto de referencia y no un objetivo a alcanzar. (La metodología utilizada para construir el índice se describe en el documento titulado «European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America», ECB Working Paper N° 185).

El artículo plantea tres preguntas básicas. En primer lugar, ¿es posible evaluar los distintos procesos de integración económica regional sobre la base de los mismos factores explicativos? En segundo lugar, ¿cuál es la importancia de la dimen-

Cuadro 2 Indicadores de integración económica en alguna regiones vecinas a la UE^{1), 2)}

	Comercio intrarregional en % del		Variación media (%) de los países miembros respecto a la media del grupo de						Volatilidad de los tipos de cambio nominales ⁵⁾
	PIB	Comercio total	PIB real per cápita ³⁾		Tasas de inflación ⁴⁾		Tipos de interés nominales ⁴⁾		
			1993	2002	1993	2002	1993	2002		1993-2002
Comunidad de Estados Independientes	14	26	70	49	968	11	9,7 ⁶⁾	4,3	105
Oriente Medio y Norte de África	5	8	197	213	10,2	3,3	3,0	2,7	20
Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo	4	6	48	56	1,6	1,2	1,1	0,6	1,4
<i>Amplios acuerdos en el África subsahariana</i>									
Comunidad Económica de los Estados del África Central	1	2	143	211	287	19	6,0	9,1	76
Comunidad Económica de los Estados del África Occidental	6	9	54	51	15	4	14,6	6,2	26
Comunidad para el Desarrollo del África Austral	5	10	125	171	222	28	4,8	8,5	67
<i>Uniones monetarias en el África subsahariana</i>									
Unión Económica y Monetaria del África Occidental	6	10	40	37	10,5	0,3	0	0	6
Comunidad Económica y Monetaria del África Central	1	2	119	160	4,1	2,5	0	0	0
Área Monetaria Común	n.d.	n.d.	49	43	1,8	1,1	1,3	1,4	0

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

1) Dependiendo de los datos disponibles, el número de países incluidos en un acuerdo regional puede variar en el tiempo.

2) Los países miembros de cada grupo se indican en el glosario que figura en el Apéndice.

3) Media ponderada por la población de las diferencias entre el PIB real per cápita de los distintos países y la media regional ponderada por la población.

4) Media de las diferencias (absolutas) en puntos porcentuales entre los tipos de interés o las tasas de inflación de los distintos países y la media regional respectiva.

5) Media regional de las desviaciones típicas de las últimas cuatro diferencias logarítmicas intermensuales del tipo de cambio para cada par de divisas de la región.

6) 1996.

sión institucional en un proceso dinámico de integración regional, y cuál es su vinculación con la dimensión económica? En tercer lugar, ¿es compatible la integración regional con la integración en la economía global? Por último, se sugieren unas respuestas provisionales a estas preguntas en base al análisis que se expone a continuación.

2 REGIONES VECINAS A LA UE

En la regiones vecinas a la UE se han producido varios intentos, a veces coincidentes, de promover la integración económica regional. Sin embargo, a excepción de la Comunidad de Estados Independientes, el grado general de integración económica efectivamente alcanzado es reducido. Desde una perspectiva institucional, el proyecto de integración más ambicioso y avanzado es el del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo, que ha logrado ya un notable grado de convergencia monetaria.

COMUNIDAD DE ESTADOS INDEPENDIENTES

La CEI, creada en 1991 por doce países de la antigua Unión Soviética²⁾, presenta un grado de integración económica relativamente alto en comparación con otras regiones vecinas a la UE, pero bajo en relación con regiones como la UE y el este de Asia. Las exportaciones e importaciones intrarregionales de bienes (en lo sucesivo, «comercio regional») constituyen cerca del 26% del comercio total de la CEI (véase cuadro 2). La apertura del comercio regional, es decir, la participación del comercio regional en el PIB regional, es del 14%, mientras que la apertura comercial al mundo en su conjunto es del orden del 50% del PIB regional. El comercio de Rusia con otros países de la CEI es el principal factor determinante del comercio regional, lo que refleja la dimensión económica de Rusia en relación con los demás países de la CEI y el

2) Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Georgia, Kazajistán, Kirguizistán, Moldavia, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.

legado de los vínculos comerciales de la antigua Unión Soviética.

Durante la última década, la evolución económica de la región se ha visto afectada por la transición desde economías dirigidas a economías de mercado. En los primeros años de la transición, muchos países experimentaron hiperinflación, asociada a considerables diferenciales de inflación y a la volatilidad de los tipos de cambio nominales. Sin embargo, tras la crisis financiera que sacudió Rusia en 1998, los diferenciales de inflación y de tipos de interés, así como la volatilidad de los tipos de cambio, disminuyeron sensiblemente, y la mayor parte de las políticas cambiarias pasaron a una flotación rigurosamente controlada, anclada al dólar estadounidense. Por otro lado, impulsados por la fuerte recuperación de Rusia, todos los países de la CEI han registrado altas tasas de crecimiento desde el comienzo del siglo.

Las diferencias en el PIB per cápita de los miembros de la CEI se han acentuado de forma significativa en comparación con los tiempos de la Unión Soviética, aunque no son tan pronunciadas como las observadas en otras regiones del mundo. La integración financiera ha sido limitada, a pesar de que la región ha mostrado recientemente cierta actividad bancaria transfronteriza. Por último, la movilidad laboral regional parece ser bastante elevada, tal y como sugieren indirectamente los déficit crecientes de las transferencias privadas registrados en Kazajistán y Rusia y que apuntan a la inmigración de trabajadores desde otros países de la CEI.

A la vista del legado histórico y económico común y de retos similares en el proceso de transición, los países de la CEI han puesto en marcha varias iniciativas institucionales encaminadas a fomentar la integración económica en la región. La CEI se propone convertirse en un espacio económico común basado en el principio de la libre circulación de bienes, servicios, capitales y trabajadores. Sin embargo, los doce Estados miembros de la CEI no están persiguiendo este objetivo de manera uniforme y al mismo tiempo. En el 2003, cuatro miembros (Rusia, Ucrania, Bielorrusia y Kazajistán) acordaron crear un espacio económico común. En

1997, cinco miembros (Georgia, Ucrania, Uzbekistán, Azerbaiyán y Moldavia) fundaron GUUAM, una iniciativa regional destinada a potenciar las relaciones y la cooperación entre sus miembros. En el 2000, otros cinco miembros (Rusia, Bielorrusia, Kazajistán, Kirguizistán y Tayikistán) establecieron la Comunidad Económica Eurasiática (CEEAA). Con todo, los objetivos de integración de estos dos últimos acuerdos subregionales son relativamente modestos y se centran, principalmente, en aspectos comerciales y en la cooperación en política general. Por otro lado, Bielorrusia y Rusia han iniciado conversaciones sobre una unión económica y monetaria. En conjunto, estas iniciativas regionales han progresado de una forma limitada, dado que los países no han adoptado todavía las medidas a las que se habían comprometido.

En este contexto, otros tres factores parecen afectar a la integración económica de la región. El primero es la divergencia entre las dotaciones de recursos de los distintos Estados miembros de la CEI. Algunos de ellos son grandes exportadores de recursos naturales, incluido el petróleo, y los demás dependen, en gran medida, de sus importaciones de energía del primer grupo. Un segundo factor lo constituyen los desiguales avances realizados durante la transición hacia una economía de mercado. Los países rezagados tienden a mostrar una menor integración global que los países con una transición más acelerada. Por último, las consideraciones geográficas desempeñan un papel importante, dado que la CEI es la región con el mayor número de países sin salida al mar del mundo. De ahí que el número de fronteras que los bienes deben cruzar para alcanzar los mercados situados fuera de la región sea comparativamente elevado. Todo ello, unido a políticas comerciales nacionales frecuentemente restrictivas, tiende a incrementar los costes de transporte y a dificultar el intercambio de bienes y servicios dentro y fuera de las fronteras regionales.

De cara al futuro, pese a la ausencia de avances en la aplicación de los acuerdos regionales, la integración económica es considerada como un importante instrumento para profundizar los lazos económicos dentro de la región y para abrirla al

resto del mundo. La reciente mejora del entorno macroeconómico de la mayoría de los países de la CEI está proporcionando un nuevo estímulo para la integración, toda vez que la expansión del comercio entre estos países ha sustentado la recuperación de la región, poniendo de manifiesto los beneficios potenciales que reportaría una reducción de las barreras comerciales intrarregionales. Parecen observarse mejores perspectivas de progresos en la integración regional y global de estos países, siempre que se consoliden las instituciones y se instrumenten políticas comerciales en general más abiertas.

ORIENTE MEDIO Y NORTE DE ÁFRICA

La región de Oriente Medio y Norte de África (MENA, en su sigla en inglés) muestra un escaso grado de integración económica. Pese al uso de un idioma común en extensas partes de la región y a la apertura comercial de los distintos países, cifrada, en promedio, en el 52% del PIB, el comercio regional sólo representa el 8% del comercio total de MENA. En consecuencia, la apertura del comercio regional se sitúa en torno al 5% del PIB regional, y apenas ha experimentado cambios a lo largo de la última década (véase cuadro 2).

El modesto grado de integración se explica por factores tanto económicos como institucionales y políticos. Desde el punto de vista económico, las dotaciones similares de factores hacen que la mayor parte de las exportaciones vayan dirigidas hacia fuera de la región. Por otra parte, la dependencia de los ingresos del Estado de los aranceles, debido a la debilidad de la base tributaria, dificulta la reducción arancelaria. Desde el punto de vista institucional, la coherencia y la eficacia de las iniciativas orientadas a promover la cooperación en la región tienden a verse amenazadas por los conflictos regionales, que dificultan también las políticas de desarrollo de una infraestructura económica regional.

De los cuatro acuerdos regionales establecidos en el marco de MENA, el que reúne al mayor número de miembros (22) es la Liga Árabe, cuyo principal objetivo de integración económica es la creación para el 2005 de una Zona de Libre Comercio Pa-

nárabe (ZLCP), a la que, sin embargo, no han adherido todos los miembros. La Unión del Magreb Árabe (UMA), que comprende cinco países del norte de África, tiene por objetivo liberalizar la circulación intrarregional de bienes, servicios, capitales y trabajadores. El grupo de Agadir está integrado por los cuatro países árabes más avanzados en el proceso de asociación a la UE y su objetivo es liberalizar el comercio regional para el 2005. Por último, seis países de la Península Árabe forman el Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo.

El CCG, que ya estableció una unión aduanera en el 2003, es el acuerdo más avanzado de MENA y también el que tiene unos objetivos más ambiciosos, al haber iniciado un proceso de integración económica y monetaria, con el objetivo último de alcanzar la unión monetaria para el 2010. No obstante, la integración económica del CCG es limitada, ya que su comercio regional en porcentaje del comercio total y del PIB es incluso algo menor que el de MENA en su conjunto (véase cuadro 2). Ello se debe, principalmente, a que las economías del CCG dependen de la producción de petróleo y productos derivados, cuyas exportaciones —dirigidas casi enteramente a países no pertenecientes a la región— representan más del 70% de las exportaciones totales del CCG. A este respecto, los países del CCG son un ejemplo clásico de cómo la dotación similar de factores puede impedir el fortalecimiento de vínculos comerciales en una región. Por otro lado se estima que una proporción más elevada (cerca de una tercera parte) del comercio de productos distintos del petróleo del CCG es intrarregional.

Aunque la integración financiera es también limitada, el alto grado de convergencia monetaria alcanzado por los Estados miembros del CCG, reflejado en la fuerte vinculación al dólar estadounidense de las dos últimas décadas, es significativo, especialmente en el contexto de cuentas de capital liberalizadas. Como resultado del anclaje al dólar, la volatilidad de los tipos de cambio nominales de las monedas del CCG ha sido más baja que en cualquier otra región del mundo. Otra consecuencia ha sido que los diferenciales de inflación se han mantenido en niveles reducidos y los tipos de

interés han fluctuado de forma coincidente dentro de un estrecho intervalo.

El CCG tiene por objetivo establecer un mercado común para el 2007 y, como se indicaba anteriormente, una moneda única para el 2010. La futura creación de una unión monetaria se enmarca pues en un proyecto de integración más amplio. Pese a estos objetivos ambiciosos, el marco institucional del CCG sigue siendo intergubernamental, tanto a escala política como técnica, con algunos incipientes elementos supranacionales. Por consiguiente, el desarrollo futuro de la integración económica y monetaria podría depender de la adecuación de ese marco institucional a los objetivos propuestos, así como de la voluntad política de llevarlos a la práctica de una manera eficaz.

ÁFRICA SUBSAHARIANA

A excepción de la parte más meridional de África, en la que el intercambio regional de bienes y servicios aumentó sustancialmente en la década de los noventa, se observa un escaso nivel de integración económica en el África subsahariana. Al igual que en MENA, una apertura significativa a escala nacional (entre el 50% y el 60% del PIB) coexiste con un reducido grado de apertura en el marco de los distintos acuerdos regionales (véase cuadro 2), incluso considerando que las estadísticas no recogen el comercio transfronterizo informal, que se estima importante. Por otro lado, la integración económica es limitada, pese a los recientes intentos regionales de coordinar mejor las políticas económicas. Sin embargo, las tres uniones monetarias subregionales descritas a continuación se benefician de una inflación moderada, así como de diferenciales de tipos de interés y de inflación más estrechos que en cualquier otra parte de la región (véase cuadro 2).

Nuevamente, la dependencia de la mayor parte de las economías africanas de algunas materias primas principalmente dirigidas a los mercados de Europa, Asia y Norte América, así como los conflictos locales y regionales, han contribuido, en gran medida, al modesto grado de integración económica regional, que no se ha visto compensado, sin embargo, por una mayor integración en el

comercio mundial. La participación de las exportaciones africanas en las exportaciones mundiales ha caído de hecho de alrededor del 5% antes de 1980 a cerca del 2% desde mediados de los años noventa.

Pese al reducido nivel de integración económica efectiva, desde el inicio de los años sesenta se han venido acometiendo diversas iniciativas de carácter institucional tanto a escala continental como subcontinental. La Organización para la Unidad Africana (OUA), constituida en 1963 y convertida en la Unión Africana en el 2002, decidió en 1991 crear una Comunidad Económica Africana y una Unión Monetaria Africana, que abarcarían la totalidad del continente en el 2028 y se basarían en acuerdos de cooperación subcontinentales denominados Comunidades Económicas Regionales (CER). En la actualidad, han quedado establecidas catorce CER, que incluyen amplios espacios de integración económica en África Central, Occidental y Meridional (ECCAS, ECOWAS y SADC, en sus siglas en inglés), así como tres uniones monetarias ya existentes: la Unión Económica y Monetaria del África Occidental (UEMAO), la Comunidad Económica y Monetaria del África Central (CEMAC) y el Área Monetaria Común (AMC) del África meridional.

Sin embargo, la mayor parte de estos acuerdos regionales adolecen de grandes insuficiencias institucionales que, unidas a problemas de gobierno a escala nacional, contribuyen a explicar el bajo nivel de integración económica. En particular, los compromisos asumidos no se cumplen en la medida requerida, por ejemplo en el caso de la reducción de los aranceles, debido a que los ingresos del Estado dependen, en gran parte, de los derechos de aduana, y a que faltan sistemas regionales de compensación de pérdidas de ingresos. La consolidación de las instituciones resulta todavía más complicada, puesto que la mayoría de los países (47 de 53 países africanos) son miembros de más de un acuerdo regional (en algunos casos, de tres o cuatro), lo que da lugar a incompatibilidades y conflictos. En consecuencia, ni siquiera las uniones monetarias existentes se basan en un mercado común, y la forma más avanzada de integración de los mercados no va más allá de la fase de unión aduanera.

3 ESTE DE ASIA

En comparación con las demás regiones analizadas en el presente artículo, el este de Asia presenta un grado de integración económica regional mucho más elevado. Sin embargo, el grado de integración institucional es mucho menor. La integración económica ha crecido notablemente dentro de la región desde el inicio de los años ochenta, y la participación del comercio intrarregional en el comercio total es actualmente similar a la de la UE. Aunque la convergencia de las variables financieras no es tan significativa, es más elevada que en la mayor parte de las demás regiones. Por el contrario, los avances realizados por el sector público en los acuerdos de integración regional han sido relativamente modestos, a pesar de haber adoptado algunas importantes medidas en los últimos cinco años.

No existen en el este de Asia bloques regionales formales que reflejen adecuadamente el alcance de la integración económica regional. Las economías que son más representativas de este fenómeno son las diez mayores de la región. Este grupo de economías, denominado aquí «ASEAN5+3+2», comprende Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y

Tailandia (es decir, los cinco miembros fundadores de ASEAN, el principal bloque regional formal), los «tres grandes» (China, Japón y Corea del Sur), Hong Kong R.A.E. y Taiwán. Es significativo que, de todas las economías del este de Asia, estas diez son las que han alcanzado la mayor integración económica en la economía mundial. Cabe observar que este grupo incluye a una de las principales economías avanzadas, Japón, característica única entre los grupos de países examinados en este artículo, pero esencial para comprender la dinámica de la integración en la región.

El cuadro 3 presenta medidas de integración económica regional entre las economías de ASEAN5+3+2 y, a efectos comparativos, entre los países de ASEAN5 sólo. Destacan las medidas de integración comercial. En efecto, el comercio intrarregional representa más del 40% del comercio total de las economías de ASEAN5+3+2. La apertura del comercio intrarregional, del 16%, también es elevada, dada la inclusión de Japón, cuya apertura al mundo es sólo del 18% del PIB, y es marcadamente superior en ASEAN5, considerando que se trata de economías de menor tamaño. El alto grado de integración comercial refleja el aprovechamiento de ventajas comparativas de la

Cuadro 3 Indicadores de integración económica en el este de Asia

	Comercio intrarregional en % del		Variación media (%) de los países miembros respecto a la media del grupo de		Sincronización del ciclo económico ⁴⁾	Volatilidad de los tipos de cambio nominales ⁵⁾
	PIB	Comercio total	PIB real per cápita ²⁾	Tipos de interés nominales ³⁾		
ASEAN5+3+2¹⁾						
1993-2002	16	43	138	3,3	0,30	21
1998-2002	17	43	133	3,4	0,35	44
1993-1997	14	43	142	3,2	0,25	19
1986-1992	10	37	136	4,2	0,04	18
1980-1985	n.d.	n.d.	124	3,5	n.d.	24
ASEAN5¹⁾						
1993-2002	23	20	64	4,0	0,25	18
1998-2002	27	20	68	4,4	0,34	54
1993-1997	20	19	60	3,6	0,15	15
1986-1992	14	16	43	4,9	-0,13	15
1980-1985	n.d.	n.d.	31	3,4	n.d.	24

Fuente: Cálculos del BCE.

1) La explicación de los acrónimos figura en el glosario adjunto.

2) Media ponderada por la población de las diferencias entre el PIB real per cápita de los distintos países y la media regional ponderada por la población.

3) Media de las diferencias (absolutas) en puntos porcentuales entre los tipos de interés de los distintos países y la media regional respectiva.

4) Media de la correlación cruzada de los residuos de Hodrick-Prescott (observada menos tendencia) de las series mensuales de producción industrial de los distintos países.

5) Media regional de las desviaciones típicas de las últimas cuatro diferencias logarítmicas intermensuales del tipo de cambio para cada par de divisas de la región.

región en la producción de bienes para la exportación a terceros mercados avanzados. Este proceso es característico de la estrategia de desarrollo del este de Asia, que consiste en exportar productos manufacturados a economías de elevado nivel de renta fuera de la región. La producción de esta región ha sido descrita como similar a una línea de producción única, con centros de alta calificación y productividad, como Japón y Corea del Sur, que fabrican bienes y componentes según la tecnología más avanzada, y países como China, que fabrican productos y componentes intensivos en mano de obra. Dado que las exportaciones son, en gran medida, intensivas en componentes (como en el sector electrónico, especialidad de la región), gran parte del comercio regional es un comercio intrasectorial (o «vertical») en bienes intermedios. Sin embargo, al elevarse los ingresos en el este de Asia, la región se está convirtiendo cada vez más y por derecho propio en un mercado objetivo para los productos acabados.

Aunque el este de Asia haya alcanzado un altísimo nivel de integración comercial, existen acusadas disparidades en el nivel de renta. La diferencia media en porcentaje entre cada uno de los diez países considerados y la media del grupo es inusualmente amplia, ya que se sitúa en casi el 140%. Sin embargo, en vez de representar un impedimento para la integración regional, estas disparidades en el nivel de renta son totalmente compatibles con la integración de los procesos de producción, toda vez que los países contribuyen a la producción y al montaje de los productos acabados de acuerdo con sus respectivas competencias y ventajas en términos de costes. Así pues, la elevada proporción del comercio regional de bienes intermedios en relación con el comercio total se sustenta en las disparidades en el nivel de renta.

La correlación del ciclo económico se ha elevado de forma constante desde mediados de los años ochenta. Este aumento evidencia, en parte, la integración alcanzada mediante la organización regional de la producción y se acentuó tras la recesión regional originada por la crisis financiera asiática de los años 1997-1998. También puede contribuir la importancia creciente de la demanda interna dentro de la región.

La volatilidad intrarregional de los tipos de cambio y las diferencias en los tipos de interés de las economías de ASEAN5+3+2 observadas durante el período 1980-1997 fueron modestas a la vista de los distintos niveles de desarrollo de los países. Esta evolución fue reflejo, en gran parte, de los intentos oficiales de estabilizar las monedas del este de Asia frente al dólar estadounidense, como base de la estrategia de potenciar las exportaciones a mercados exteriores, sobre todo de Estados Unidos. La crisis financiera de 1997-1998 provocó una pronunciada depreciación de algunas de las monedas de la región, con el consiguiente incremento de la volatilidad intrarregional de los tipos de cambio. Más recientemente, se ha restablecido, en gran medida, la estabilidad intrarregional de los tipos de cambio, debido a la utilización del dólar estadounidense como ancla externa, aunque los países apliquen regímenes cambiarios muy variados *de iure*.

En lo que respecta a la dimensión institucional de la integración regional, cabe destacar que cinco de las diez mayores economías de Asia (incluidos China, Japón y Corea del Sur), con una fuerte presencia en los mercados internacionales, no son miembros de ningún acuerdo comercial regional, por lo que representan una excepción en su grupo de pares mundial. El único verdadero acuerdo intrarregional existente es la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), constituida en 1967. Desde su creación, el número de miembros se ha duplicado, pasando de cinco a diez, aunque el PIB del grupo creció menos de un 10% con la ampliación. En 1992, el grupo inició el proceso de constitución de una Zona de Libre Comercio de ASEAN (ZLCA). Desde entonces, se han realizado avances considerables en la reducción de los aranceles. En el 2002, seis países del grupo (ASEAN5 más Brunéi) habían reducido sus aranceles internos sobre la mayoría de los bienes hasta menos del 5% y está previsto que los demás miembros hayan alcanzado el mismo resultado en el 2008. Sin embargo, hasta el momento la ZLCA parece haber tenido un impacto limitado sobre la integración económica regional. En primer lugar, las mayores economías de la región no son miembros de la ZLCA. En segundo lugar, es difícil calibrar su efecto real sobre el comercio regional de

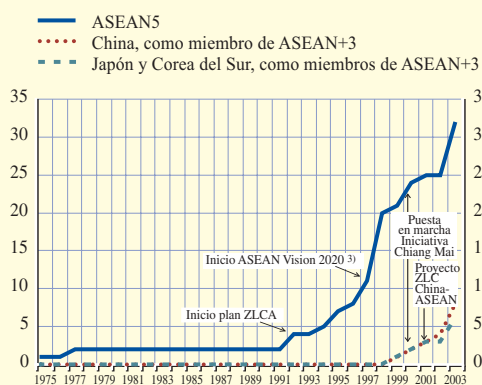
ASEAN, dado que este comercio no ha crecido más rápidamente que el comercio del grupo con el resto del mundo.

Tras la crisis financiera asiática de 1997-1998 se ha reforzado el diálogo intrarregional bajo los auspicios de ASEAN+3 (es decir, todos los miembros de ASEAN más los mencionados «tres grandes»), un grupo informal que reúne a casi todas las principales economías de la región. Para este grupo, es particularmente importante promover la estabilidad financiera a través de tres vías: (i) intercambio de información, supervisión económica y revisión de pares; (ii) cooperación en políticas macroeconómicas; y (iii) desarrollo de acuerdos financieros regionales. Por lo que refiere a estos últimos, ASEAN+3 ha reforzado la red de pactos de recompra regionales en el marco de la Iniciativa Chiang Mai, con el fin de proporcionar liquidez a países que atravesasen dificultades financieras. Ello puede interpretarse no sólo como una respuesta a la crisis financiera asiática, sino también como un primer paso hacia una mayor integración monetaria regional. Ha vuelto a surgir el debate sobre la posibilidad de crear una Comunidad de países de Asia del Este (CAE), basada en una propuesta formulada a comienzos de los años noventa por el entonces primer ministro de Malasia. Esta vez, existen mayores perspectivas de que se materialice esta comunidad, ya que los países de ASEAN+3 serían miembros fundadores obvios de la misma.

Queda por ver si los objetivos de esta comunidad comprenderían medidas formales para propiciar una mayor integración económica. Por último, tanto ASEAN+3 como EMEAP —que reúne a los bancos centrales de ASEAN5, los tres grandes, Hong Kong R.A.E., Australia y Nueva Zelanda— están colaborando en varias iniciativas orientadas a fomentar el desarrollo de los mercados de renta fija y la integración en la región. Éste es un objetivo importante, dado que los mercados financieros de Asia no están, en la mayoría de los casos, lo suficientemente desarrollados como para garantizar una asignación eficiente del cuantioso ahorro interno a la inversión local.

El gráfico 1 mide los avances realizados por los países de ASEAN5 y ASEAN+3 en la consecución

Gráfico 1 Índice que muestra la cooperación regional de ASEAN5 y de algunos miembros ASEAN+3^{1),2)}



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los valores del índice van de 0 (no integración) a 100 (integración económica total). Para más detalles, véase la introducción.

2) La explicación de los acrónimos figura en el glosario adjunto.

3) Esta iniciativa tiene por finalidad permitir la movilidad de los factores.

de uno o más de los objetivos de integración enumerados en el cuadro 1. Estos logros se expresan en una escala de valores que van de 0 a 100 (véase la introducción). El gráfico confirma que se ha producido una notable mejora en los últimos años. Sin embargo, en términos relativos, estos grupos muestran un retraso con respecto a varios otros acuerdos regionales, tal y como puede apreciarse en el gráfico 2. En un esfuerzo por desarrollar las relaciones económicas, ASEAN ha iniciado unas negociaciones encaminadas a establecer acuerdos de libre comercio con China (para el 2010) y Japón (para el 2012), aunque éstos se vean complicados por la ausencia de una única autoridad responsable de la negociación en nombre del grupo y por las persistentes diferencias en los aranceles externos de los miembros.

Más que buscar acuerdos multilaterales de cooperación intrarregional, varios países del este de Asia han preferido iniciar los contactos para establecer acuerdos comerciales bilaterales con socios de dentro y fuera de la región. Japón, por ejemplo, ha concluido ya un acuerdo con Singapur y está en fase de negociación con otros tres países (Tailandia, Filipinas y Corea del Sur). En efecto, las políticas comerciales de la región tienden a dar prioridad a una liberalización unilateral y global del comercio, en línea con la estrategia de desarrollo

de la región, que se basa en el acceso a mercados de economías avanzadas. Esta estrategia ha permitido a varios países de la región alcanzar elevadas tasas de crecimiento del PIB, desarrollo económico y, por último pero no por eso menos importante, la integración económica regional sin un marco regional oficial. En otras palabras, la integración económica del este de Asia puede interpretarse principalmente como el resultado indirecto de la actuación de países que persiguen objetivos de desarrollo compatibles. Esta experiencia muestra también que, al menos en cierta medida, los acuerdos formales de integración regional pueden no ser de por sí necesarios para potenciar la integración económica regional.

Sin embargo, ello no significa que el sector público no tenga un papel que desempeñar en la integración económica del este de Asia. Por el contrario, si se considera la evolución pasada se observa que los países de la región se han beneficiado de sustanciales reducciones unilaterales de aranceles, unidas a políticas económicas que han ayudado a desarrollar su capacidad industrial y su competitividad. Desde una perspectiva de futuro, las iniciativas más recientes evidencian que es posible y que existen buenas razones para incrementar el grado de integración financiera y monetaria de la región, que se ha quedado rezagada en términos de integración en los aspectos relativos a la relación de intercambio, la inversión directa y otras variables reales. Por otro lado, nuevos participantes regionales, como India y otros países del Pacífico, podrían incorporarse al proceso de cooperación.

4 AMÉRICA LATINA

En América Latina, las iniciativas tendentes a alcanzar la integración económica en el marco de acuerdos regionales formales se remontan a la década de los sesenta y se tradujeron en las asociaciones siguientes: el Mercado Común Centroamericano (MCCA), la Comunidad Andina (CAN), la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC) y la Comunidad del Caribe (CARICOM). Todas ellas se establecieron, fundamentalmente, como un primer paso hacia la industrialización por sustitución de importaciones (ISI),

estrategia de desarrollo que predominó en la región en los primeros años de la posguerra. Mientras que las crisis de la deuda de los años ochenta y las correspondientes restricciones en la política económica impulsaron el abandono de la ISI, las iniciativas regionales se siguieron considerando como un instrumento idóneo para complementar una estrategia de desarrollo basada en el fomento de las exportaciones dentro de un amplio proceso de liberalización y de reformas económicas. En parte como consecuencia de este planteamiento, la década de los noventa vio el resurgimiento de acuerdos de integración que se habían abandonado de hecho a mediados de los setenta (como MCCA o CAN), el establecimiento de nuevos acuerdos regionales, como el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), y la asociación de México con dos economías avanzadas (Estados Unidos y Canadá) en el seno del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC).

Pese a esta tendencia, la integración económica continúa presentando características muy heterogéneas en América Latina, tanto en el conjunto de la región como en las distintas agrupaciones subregionales. Las razones de esta heterogeneidad, en parte de carácter estructural, son las siguientes: (i) marcadas diferencias en la apertura al comercio y/o en el perfil de las exportaciones; (ii) estructuras de producción no complementarias en los acuerdos de integración Sur-Sur, con un comercio intrasectorial generalmente limitado; (iii) redes de infraestructuras subdesarrolladas; y (iv) vulnerabilidad divergente a perturbaciones exógenas en condiciones de fuerte dependencia de la financiación externa. También ha contribuido a esta tendencia la evolución cíclica, que ha incluido frecuentes crisis, así como diferencias en las agendas políticas.

En términos económicos, los acuerdos Sur-Sur más importantes celebrados en América Latina son los del Cono Sur (MERCOSUR y CAN). El cuadro 4 muestra la evolución de una serie de indicadores de la integración económica registrada en los últimos años en el marco de estos acuerdos³, en comparación con una referencia regional cons-

3 Se hace una distinción entre el grupo CAN, de cinco miembros, y un subgrupo de tres miembros, CAN3, a fin de tener en cuenta las sendas de integración diferenciadas de Bolivia y Perú.

Cuadro 4 Indicadores de integración económica en América Latina

	Comercio intrarregional en % del		Variación media (%) de los países miembros respecto a la media del grupo de		Correlación de las tasas de inflación ⁴⁾	Sincronización del ciclo económico ⁵⁾	Volatilidad de los tipos de cambio nominales ⁶⁾
	PIB	Comercio total	PIB real per cápita ²⁾	Tipos de interés nominales ³⁾			
Latam11 ¹⁾							
2001-2002	4,9	13	50	8	0,18	0,2	37
1994-2000	4,5	15	45	128	0,34	0,32	28
1987-1993	2,8	13	40	1.045	0,21	n.d.	68
MERCOSUR ¹⁾							
2001-2002	4,0	16	59	6	0,7	0,2	57
1994-2000	3,5	21	44	283	0,73	0,41	18
1987-1993	1,8	13	39	2.298	0,53	n.d.	85
CAN ¹⁾							
2001-2002	4,0	11	49	5	0,12	0,15	24
1994-2000	3,7	11	34	7	0,1	0,42	33
1987-1993	2,0	6	36	178	0,13	n.d.	74
CAN3 ¹⁾							
2001-2002	3,4	9	51	7	-0,13	0,49	35
1994-2000	3,1	9	30	5	-0,27	0,72	48
1987-1993	1,5	4	39	8	0,07	n.d.	44

Fuente: Cálculos del BCE.

1) La explicación de los acrónimos figura en el glosario adjunto.

2) Media ponderada por la población de las diferencias entre el PIB real per cápita de los distintos países y la media regional ponderada por la población.

3) Media de las diferencias (absolutas) en puntos porcentuales entre los tipos de interés de los distintos países y la media regional respectiva.

4) Media regional de las correlaciones bilaterales entre las tasas de inflación de los países miembros del grupo.

5) Media de la correlación cruzada de los residuos de Hodrick-Prescott (observada menos tendencia) de las series mensuales de producción industrial de los distintos países.

6) Media regional de las desviaciones típicas de las últimas cuatro diferencias logarítmicas intermensuales del tipo de cambio para cada par de divisas de la región.

tituida por las once principales economías de América Latina (Latam11). Se observa claramente una tendencia ascendente en la apertura del comercio intrarregional, aunque no supere todavía el 4,9% del PIB para el período 2001-2002 en Latam11 (frente a una media del 2,8% en el período 1987-1993). La integración del comercio intrarregional de MERCOSUR destaca, en comparación con la de Latam11, con una media más alta (en torno al 20%, frente al 14%) y un crecimiento más rápido desde el período 1987-1993.

Las correlaciones del ciclo económico, tanto en MERCOSUR como en CAN, parecen haber sido relativamente elevadas, muy superiores a la media de Latam11, al menos hasta que se produjo la crisis financiera del 2002, que afectó a las principales economías de la región. Aunque este período de inestabilidad estuvo asociado a una creciente convergencia de los tipos de interés reales, ello supuso en todos los grupos mayores discrepancias en la renta per cápita, que ya se habían acentuado

durante el período 1994-2000, sobre todo en MERCOSUR. En varios casos, la crisis financiera del 2002 afectó también negativamente a algunos indicadores (por ejemplo, la volatilidad de los tipos de cambio nominales y la rentabilidad de los recursos propios de MERCOSUR), que habían mostrado hasta entonces una tendencia a la baja. No obstante, MERCOSUR tiende a registrar mejores resultados que CAN en la mayor parte de los indicadores de integración, especialmente en las correlaciones de inflación.

En lo que respecta a las tendencias relativas a la integración económica en las distintas subregiones, cabe destacar una serie de factores. En primer lugar, el aumento del comercio intrarregional en CAN y MERCOSUR ha reflejado los avances realizados en la dimensión institucional, como se explica a continuación. Sin embargo, el impacto de este desencadenante inducido por la política económica sobre la expansión general del comercio en relación con la dimensión económica es

todavía modesto en comparación con otros acuerdos del Hemisferio Occidental. Por ejemplo, en el 2002 el comercio total representó el 20% y el 15% del PIB de CAN y MERCOSUR, respectivamente, frente al 90% y el 25% de MCCA y TLC. En segundo lugar, mientras que algunos de los indicadores de integración de MERCOSUR experimentaron una mejora, ésta quedó en parte anulada por la crisis económica y financiera del 2002. A pesar de que las principales economías de MERCOSUR se recuperaron tras la crisis, subsiste todavía el riesgo de que se trate de un retroceso permanente y no transitorio. En tercer lugar, CAN (especialmente, CAN3) ha logrado avances considerables en varios criterios de integración, aunque partiendo de niveles muy bajos.

El carácter heterogéneo de la integración latinoamericana se refleja también en los distintos grados de institucionalización presentes en los diferentes acuerdos regionales, incluso en los casos en los que se persiguen objetivos similares, como el establecimiento de un mercado común. Por lo que se refiere al actual grado de cooperación regional, el gráfico 2 mide una serie de acuerdos de América Latina en relación con el índice de cooperación regional, cuyo valor máximo es 100. En el 2002, los valores van desde 43 y 41 en el caso de CAN3 y MCCA3, respectivamente, a sólo 20 en el caso de MERCOSUR. Utilizando ASEAN5 como punto de referencia, la mayor parte de los acuerdos regionales latinoamericanos tienen una mejor puntuación, con la importante excepción de MERCOSUR. En cuanto a las tendencias institucionales de la región a lo largo del tiempo, pueden apreciarse algunos rasgos comunes. En primer lugar, la profundidad y el alcance de cada uno de los acuerdos subregionales parecen mostrar una correlación positiva con el grado de institucionalización. Ello se entiende, dado que cualquier acuerdo regional requiere un mínimo marco operativo institucional, que debería ampliarse a medida que se establezcan objetivos de integración más ambiciosos. En segundo lugar, América Latina aparece como una región que muestra una preferencia por mecanismos de integración más avanzados, tal y como evidencia el hecho de que todos los acuerdos considerados contemplan ahora la creación de un mercado común, como míni-

mo⁴. En este contexto, en virtud de todos estos acuerdos se ha iniciado, con distintos resultados, una revisión de pares a escala ministerial orientada hacia la coordinación macroeconómica⁵. En tercer lugar, a excepción de CARICOM se ha avanzado en el proceso de integración en un período de tiempo notablemente corto, en la mayor parte de los casos desde comienzos de la década de los noventa.

Sin embargo, más allá de estas tendencias generales se observan diferencias significativas tanto en el alcance como en la secuencia temporal de la institucionalización. En primer lugar, en lo relativo al diseño institucional, la comparación entre CAN y MERCOSUR es ilustrativa, en la medida en que ambos son acuerdos entre importantes economías de América Latina que se encuentran en una fase similar de desarrollo, con similares objetivos declarados. CAN se ha diseñado según el modelo de la UE y se han ido estableciendo, a lo largo de los años y de forma progresiva, una serie de estructuras supranacionales, que incluyen el Parlamento Andino, un Tribunal de Justicia, un fondo de reserva y un banco de desarrollo regional. También se han instrumentado políticas microeconómicas comunes en el sector agrícola. Por el contrario, MERCOSUR funciona en el marco de una estructura institucional mínima, de carácter fundamentalmente intergubernamental. Ello no ha sido óbice para que MERCOSUR creara una unión aduanera (aunque imperfecta) en sus cuatro primeros años de existencia, lo que sugiere que el minimalismo institucional no es necesariamente un obstáculo si existe un fuerte consenso político entre los signatarios. Al mismo tiempo, este marco institucional también permite a los países miembros no cumplir temporalmente algunos de sus compromisos, tal y como lo demuestra la historia de

4 Entre estos mecanismos, la política monetaria única de ECCU (Unión Monetaria del Caribe Oriental) es claramente la más avanzada.

5 Desde 1994, MCCA ha venido utilizando un conjunto de ocho indicadores (déficit por cuenta corriente, reservas internacionales netas, tipo de cambio real, crecimiento del PIB, tipos de interés reales, deuda pública, déficit del sector público e inflación) para efectuar el seguimiento de la convergencia en la subregión. También CAN ha fijado objetivos para los tres últimos indicadores (en el 2001) y MERCOSUR (en el 2000). Sin embargo, por lo que se refiere a MERCOSUR los avances se han visto obstaculizados por la volatilidad en el entorno macroeconómico desde que se establecieron los objetivos.

MERCOSUR⁶. En este contexto, la voluntad política de los Estados miembros se convierte en la principal variable de la que depende el proceso de integración regional.

En segundo lugar, por lo que se refiere a la secuencia temporal de la institucionalización, en lugar de un esquema estructurado los acuerdos regionales de América Latina parecen haber seguido un planteamiento más flexible en la consecución de los objetivos económicos declarados. Por ejemplo, tanto CAN como CARICOM emprendieron una serie de reformas encaminadas a la creación de un mercado único (incluida la liberalización parcial de la circulación de capitales y trabajadores) algún tiempo antes de que concluyera el proceso de unión aduanera. Esta flexibilidad también podría reflejar implícitamente distintas prioridades para un determinado objetivo de integración. Por ejemplo, CARICOM inició sólo recientemente (en el 2002) el proceso de creación del Tribunal de Justicia del Caribe, mientras que CAN y MCCA establecieron estructuras supranacionales comparables en las primeras fases de sus respectivos procesos de integración.

En conclusión, los acuerdos regionales de América Latina tienden a caracterizarse por su heterogeneidad en términos tanto institucionales como económicos. América Latina sigue presentando un bajo nivel de integración comercial dentro de la región en su conjunto y con respecto al resto del mundo, aunque en la última década ha ido creciendo el comercio dentro de grupos subregionales específicos. Sin embargo, las iniciativas de los años noventa orientadas hacia la integración regional e inducidas por la política económica hicieron progresar, en alguna medida, una serie de distintos indicadores de integración económica y financiera. En términos institucionales, la mayoría de los acuerdos regionales tienden a mostrar un alto nivel de institucionalización, que incluye algunos rasgos supranacionales, en comparación con las demás regiones analizadas en el presente artículo.

De cara al futuro, cabe señalar dos riesgos para las perspectivas de integración regional en América Latina. En primer lugar, subsiste la posibilidad de que la inestabilidad económica y financiera que

alcanzó su cota máxima en el 2002 afecte a la integración económica de una forma más permanente de lo esperado en la actualidad. En segundo lugar, no está claro si los principales acuerdos de integración de la región seguirán funcionando satisfactoriamente en ausencia de un aumento significativo del comercio intrarregional (en el caso de CAN) o de mayores avances en la integración institucional (en el caso de MERCOSUR).

5 EVALUACIÓN PROVISIONAL Y CUESTIONES ABIERTAS

El análisis llevado a cabo en el presente artículo permite extraer algunas conclusiones provisionales en relación con (i) el distinto carácter de la integración económica en varias regiones del mundo, (ii) el vínculo entre la dimensión económica y la dimensión institucional en un proceso dinámico de integración regional y (iii) la compatibilidad entre la integración regional y la integración global.

NO EXISTE UN ENFOQUE ÚNICO DE LA INTEGRACIÓN REGIONAL

En primer lugar, no existe una interpretación única que permita comprender la importancia, la intensidad y el patrón de la integración económica en las distintas regiones del mundo, tal y como lo demuestran varios casos descritos en el presente artículo. Por ejemplo, a diferencia de la experiencia europea, en la que el proceso de integración económica se fue enmarcando progresivamente en acuerdos institucionales que, a su vez, lo reforzaron, el nivel relativamente elevado de integración alcanzado en las economías del este de Asia se puede comprender mejor si se considera más como el resultado de la organización regional de la producción que como el resultado de decisiones conjuntas de política económica destinadas a fomentar la integración. Otra información que proporciona el caso del este de Asia es que el grado de disparidad del nivel de renta dentro de una misma región afecta efectivamente al patrón de integra-

6 Un nuevo tribunal permanente de resolución de litigios comerciales, que ha empezado a funcionar recientemente en MERCOSUR, podría tener un efecto disuasorio sobre estas actuaciones en el futuro.

ción, pero no explica necesariamente su intensidad. En la UE, un alto nivel de renta per cápita que presenta diferencias reducidas entre los Estados miembros (especialmente antes de la ampliación de mayo del 2004) ha fomentado el comercio de productos acabados, impulsado en gran medida por el deseo de variedad del consumidor. Por el contrario, en el este de Asia unas marcadas disparidades intrarregionales en el nivel de renta per cápita han propiciado el comercio intrasectorial dentro de la región de bienes intermedios destinados a mercados exteriores a la región. Por último, los factores estructurales pueden influir también de forma significativa en la importancia, la intensidad y el patrón de la integración, como se ha visto en las regiones vecinas a la UE y en América Latina. Por ejemplo, dotaciones similares en cuanto al tipo y a la cantidad de recursos naturales pueden limitar el potencial de integración económica regional, especialmente en los casos de Oriente Medio y África, de la misma manera que la característica opuesta tiende a actuar a favor de la integración en Europa y el este de Asia.

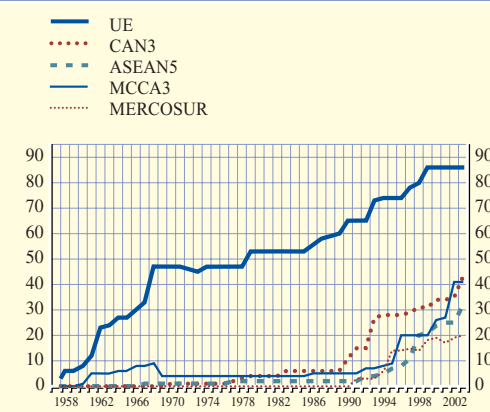
Los ejemplos anteriores sugieren que cada región del mundo está desarrollando su *propio* enfoque de la integración económica. En efecto, los acuerdos regionales probablemente sólo tendrán éxito en la medida en que contemplen objetivos realistas en línea con la situación económica local y el nivel de compromiso político. Ésta ha sido al menos la experiencia de la UE en los últimos cincuenta años.

IMPORTANCIA DE LAS INSTITUCIONES

Cabe resaltar que, pese a diferencias significativas en el nivel de cooperación regional alcanzado en distintas regiones, en los últimos quince años el movimiento hacia una mayor cooperación regional se ha acelerado considerablemente, especialmente en el este de Asia y América Latina. Esta tendencia se ve confirmada en el gráfico 2, en el que los progresos realizados por estas dos regiones en la consecución de uno o más de los objetivos de integración enumerados en el cuadro 1 se comparan con los avances logrados por la UE desde los años cincuenta⁷.

Debido al carácter relativamente reciente de este

Gráfico 2 Índice de cooperación regional en el marco de varios acuerdos del este de Asia, América Latina y Europa^{1) 2)}



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los valores del índice van de 0 (no integración) a 100 (integración económica total). Para más detalles, véase la introducción.

2) La explicación de los acrónimos figura en el glosario adjunto.

proceso de convergencia regional, sería prematuro extraer conclusiones definitivas sobre la influencia que podría tener en las próximas décadas en la integración financiera y/o monetaria real de cada una de las regiones examinadas. Por un lado, un cierto grado de integración económica podría considerarse como una condición previa para una mayor cooperación regional. Por otro lado, un análisis estático del grado actual de integración económica de la región puede no constituir la mejor base para evaluar los méritos de una cooperación regional reforzada. La experiencia europea, que se puede valorar a lo largo de un horizonte temporal más dilatado, parece confirmar que existe una interacción dinámica entre el proceso de cooperación regional y la integración económica efectiva. Ello no significa que esta última se derive automáticamente de decisiones de política económica sobre cooperación regional. No existe ningún «piloto automático» que garantice que reforzar esta cooperación fomentará, por ejemplo, el comercio regional, una mayor sincronización de

7 Los seis Estados miembros fundadores de la Comunidad Económica Europea (véase UE6 en el glosario) fijaron el límite superior en relación con el cual otros Estados miembros de la UE han seguido posteriormente su propia senda de integración regional. En la actualidad, otros seis Estados miembros de la UE (Grecia, España, Irlanda, Austria, Portugal y Finlandia) han alcanzado el mismo nivel de integración institucional a través de la adopción de la moneda única, mientras que los otros trece Estados miembros no participan, al menos de momento, en la Unión Monetaria.

los ciclos económicos, la integración de los mercados financieros y una convergencia nominal. Parece más bien que con el tiempo puede desarrollarse un círculo virtuoso entre el proceso de cooperación regional y el grado efectivo de integración económica, siempre que se cumplan ciertos requisitos previos.

Una de las principales condiciones previas parece ser un compromiso político duradero de potenciar la integración regional. La creación de instituciones comunes no es suficiente de por sí para promover la integración, como han mostrado la mayor parte de los acuerdos de regiones vecinas a la UE y, en alguna medida, la experiencia de MERCOSUR. Las instituciones corren el riesgo de ser ineficaces si no están respaldadas por un compromiso político y un marco jurídico que garanticen la aplicación de las medidas de integración acordadas. A este respecto, cabe observar que fuera de la UE, con la importante excepción de tres acuerdos latinoamericanos (CAN, MCCA y CARICOM)⁸, la consolidación de las instituciones no ha dado lugar al desarrollo de organismos y legislaciones supranacionales. Aunque puede que esto no sea un problema mientras el objetivo final de integración se limite a la creación de una zona de libre comercio o de una unión aduanera, la falta de un grado adecuado de desarrollo institucional puede dificultar la consecución de objetivos más ambiciosos, especialmente los que requieren políticas comunes. Por otro lado, si los países sufren conflictos regionales o adolecen de resentimientos con raíces históricas, se ven seriamente obstaculizados a la hora de contemplar una mayor integración económica. Sólo cuando terminen los conflictos y se pongan de lado los resentimientos será posible considerar iniciativas regionales y, como evidencia la experiencia de la UE, estas iniciativas pueden, a su vez, propiciar la cohesión regional y la paz en un largo período de tiempo.

LA INTEGRACIÓN REGIONAL COMO PARTE DE LA GLOBALIZACIÓN

Una última pregunta es si el proceso de integración regional debería interpretarse como un pelear hacia la integración económica global o como un escollo. Si bien la literatura económica

sobre el tema dista de ser concluyente, las experiencias analizadas en el presente artículo muestran que la respuesta a esta pregunta depende de las características específicas de cada proceso de integración. El este de Asia, por ejemplo, se ha orientado hacia la integración global y ha experimentado una creciente integración regional, casi como un «subproducto» de la global, tal y como refleja el desarrollo de una línea de producción regional para los mercados internacionales. A este respecto, la globalización y la regionalización han evolucionado en armonía. La interacción entre la dinámica regional y la dinámica global puede ser beneficiosa no sólo para el crecimiento impulsado por las exportaciones, sino también para el crecimiento estimulado por la demanda interna y la entrada de inversión directa extranjera (IDE). Dado que la mayoría de las economías en vías de desarrollo, especialmente las de África, tienen mercados internos de tamaño muy reducido, la integración regional puede convertirse en un importante instrumento para ampliar esos mercados y así permitir economías de escala. A su vez, ello puede facilitar la integración en la economía global, al mejorar la competitividad y, posiblemente, al atraer flujos de IDE. Por otro lado, la experiencia de los países de América Latina al inicio de la posguerra muestra que un enfoque como la industrialización por sustitución de importaciones dificulta la integración en la economía mundial.

De forma similar, la dimensión institucional de la integración regional puede complementar satisfactoriamente la integración global en determinadas condiciones. Por ejemplo, una mayor supervisión regional puede facilitar la supervisión multilateral del FMI, tal y como han confirmado varios casos del este de Asia y América Latina. El establecimiento de normas y códigos internacionales, formulados de una manera bastante general y aplicados de forma voluntaria, puede complementarse con un conjunto de normas y leyes regionales que, al igual que el acervo comunitario de la UE, pueden ser más detallados y requerir un mayor compromiso por parte de los signatarios.

⁸ El reciente establecimiento de un nuevo tribunal permanente de resolución de litigios comerciales ha supuesto la introducción de un elemento supranacional en MERCOSUR.

La cooperación regional también puede alentar el desarrollo y la mejora de la infraestructura local de mercado, mientras que el mero estímulo procedente de la integración global puede ser menos propicio a este resultado. En el ámbito financiero la cooperación regional puede favorecer la aparición de mercados más amplios y con una mayor liquidez, así como una regulación y supervisión adecuadas, facilitando así el proceso de liberalización de las cuentas de capital.

Aunque todas estas políticas regionales, que pueden agruparse bajo el epígrafe de «regionalismo abierto», no sólo son compatibles con la integración de los países en la economía global sino que

pueden incluso reforzarla, también hay que reconocer la existencia de posibles amenazas para la integración económica global, a fin de contrarrestarlas. Los eventuales riesgos se derivan de la posibilidad de crear formas de regionalismo incompatibles con el principio de liberalización progresiva del comercio sobre el que se basa la OMC, la falta en el seno de esta organización de un sistema efectivo de seguimiento y evaluación de los acuerdos regionales, la participación de determinados países en varios acuerdos subregionales al mismo tiempo (lo que complica la valoración de su compatibilidad legal) y, de una manera más general, cualquier clase de prioridad atribuida a la integración económica regional a costa de la integración global.

APÉNDICE: GLOSARIO DE TÉRMINOS REGIONALES Y ACRÓNIMOS UTILIZADOS EN ESTE ARTÍCULO

ALALC	Asociación Latinoamericana de Libre Comercio, fundada por Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.
AMC	Área Monetaria Común, integrada por Lesoto, Namibia, Suazilandia y Sudáfrica.
ASEAN	Los miembros actuales son, además de los cinco miembros fundadores (ASEAN5), Brunéi, Camboya, Myanmar, RDP Lao y Vietnam.
ASEAN+3	ASEAN más China, Corea del Sur y Japón.
ASEAN5	Los miembros fundadores de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental: Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia.
ASEAN5+3+2	ASEAN5 más China, Corea del Sur y Japón, más Hong Kong R.A.E y Taiwán.
ASEM	Encuentro Asia-Europa, integrado por los ministros de finanzas de diez países de Asia (Brunéi, China, Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Japón, Malasia, Singapur, Tailandia y Vietnam), los ministros de finanzas de los Estados miembros de la UE y representantes de la Comisión Europea. También participan en calidad de observadores representantes del FMI, el Banco Mundial, el BCE y el Banco Asiático de Desarrollo (BAD).
CAE	Comunidad de países de Asia del Este. Aunque la creación de esta comunidad está todavía en fase de debate, los miembros de la misma serían, inicialmente, los países de ASEAN+3.
CAN	Comunidad Andina, integrada por Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.
CAN3	CAN, sin Bolivia y Perú.
CARICOM	Comunidad del Caribe, integrada por Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guayana, Haití, Jamaica, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, y Trinidad y Tobago.
CCG	Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo, integrado por Arabia Saudí, Bahráin, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar.
CEEA	Comunidad Económica Eurasiática, integrada por Bielorrusia, Kazajistán, Kirguizistán, Rusia y Tayikistán.
CEI	Comunidad de Estados Independientes, integrada por Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Georgia, Kazajistán, Kirguizistán, Moldavia, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.
CEMAC	Comunidad Económica y Monetaria del África Central, integrada por Camerún, Chad, Gabón, Guinea Ecuatorial, República Centroafricana y República del Congo.
CEMLA	Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

ECCAS	Comunidad Económica de los Estados del África Central, integrada por Angola, Burundi, Camerún, Chad, Gabón, Guinea Ecuatorial, República Centroafricana, República del Congo, República Democrática del Congo, Ruanda, y Santo Tomé y Príncipe.
ECCU	Unión Monetaria del Caribe Oriental, integrada por Anguila, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas.
ECOWAS	Comunidad Económica de los Estados del África Occidental, integrada por Benín, Burkina Faso, Cabo Verde, Costa de Marfil, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona y Togo.
EMEAP	Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico, integrada por Australia, China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong R.A.E., Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Tailandia.
Estados ACP	Estados de África, del Caribe y del Pacífico.
G20	Grupo de Veinte economías, integrado por Alemania, Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la Unión Europea. También participan como miembros natos el Director Gerente del FMI, el Presidente del Banco Mundial y el Presidente del BCE, así como los presidentes del Comité Monetario y Financiero Internacional, de la Junta de Gobernadores del FMI, y del Comité para el Desarrollo, del FMI/Banco Mundial.
Grupo de Agadir	Los miembros del grupo de Agadir son Egipto, Jordania, Marruecos y Túnez.
GUUAM	Georgia, Ucrania, Uzbekistán, Azerbaiyán y Moldavia.
Latam11	Once de los principales países de América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.
Liga Árabe	Los miembros de la Liga Árabe son Arabia Saudí, Argelia, Bahráin, Comoras, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Iraq, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Marruecos, Mauritania, Omán, Qatar, Siria, Somalia, Sudán, Territorios Palestinos, Túnez, Yemen y Yibuti.
MCCA	Mercado Común Centroamericano, integrado por Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua. Estos mismos países son miembros del Consejo Monetario Centroamericano.
MCCA3	MCCA, sin Costa Rica y Honduras.
MENA	Países de Oriente Medio y Norte de África: Arabia Saudí, Argelia, Bahráin, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Iraq, Israel, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Marruecos, Omán, Qatar, Siria, Territorios Palestinos, Túnez y Yemen.
MERCOSUR	Mercado Común del Sur, integrado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

OUA	Organización para la Unidad Africana, que se convirtió en el 2002 en la Unión Africana (UA), integrada por 53 Estados africanos.
SADC	Comunidad para el Desarrollo del África Austral, integrada por Angola, Botsuana, Lesoto, Malawi, Mauricio, Mozambique, Namibia, República Democrática del Congo, Seychelles, Suazilandia, Sudáfrica, Tanzania, Zambia y Zimbabwe.
TLC	Tratado de Libre Comercio de América del Norte, integrado por Canadá, Estados Unidos y México.
UE	Unión Europea, integrada por los 25 Estados miembros siguientes: Bélgica, República Checa, Dinamarca, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia, Suecia y Reino Unido.
UE6	Los seis Estados miembros de la UE (Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos) que crearon en 1957 la Comunidad Económica Europea, predecesora de la UE.
UEMAO	Unión Económica y Monetaria del África Occidental, integrada por Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea-Bissau, Malí, Níger, Senegal y Togo.
UMA	Unión del Magreb Árabe, integrada por Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.
ZLCA	Zona de Libre Comercio de ASEAN.
ZLCP	Zona de Libre Comercio Panárabe, acuerdo comercial de la Liga Árabe.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S31
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor	S32
4.3	Tasas de crecimiento 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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,2	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,4	2,33	4,16
2003 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	16,5	2,06	4,15
II	10,2	6,0	5,3	-	5,6	11,7	2,08	4,36
III	.	.	.	-	.	.	2,12	4,21
2004 Abr	10,9	6,2	5,4	5,5	5,5	11,8	2,05	4,24
May	9,3	5,4	4,8	5,2	5,7	11,1	2,09	4,39
Jun	9,6	5,7	5,3	5,2	6,0	11,4	2,11	4,44
Jul	10,1	5,9	5,4	5,4	6,2	11,1	2,12	4,34
Ago	9,3	5,7	5,5	.	6,0	.	2,11	4,17
Sep	.	.	.	.	.	.	2,12	4,11

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 IV	24,7	30,7	-9,6	10,5	306,5	102,2	104,3	1,1890
2004 I	16,2	28,1	-28,9	5,2	308,4	104,7	106,7	1,2497
II	13,0	34,1	-12,3	4,2	301,4	102,1	104,1	1,2046
III	.	.	.	.	.	102,8	104,9	1,2220
2004 Abr	1,0	10,7	-2,9	-3,0	303,9	101,6	103,7	1,1985
May	5,7	11,2	-1,6	-24,0	298,9	102,4	104,4	1,2007
Jun	6,3	12,2	-7,8	31,2	301,4	102,3	104,2	1,2138
Jul	4,3	13,7	-8,3	-30,5	301,3	102,8	104,7	1,2266
Ago	.	.	.	.	301,7	102,7	104,8	1,2176
Sep	.	.	.	.	.	103,0	105,2	1,2218

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros relevantes en esta sección.

- 1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las notas técnicas para más detalles.
- 2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- 3) Véanse las notas generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2004 10 Sep	2004 17 Sep	2004 24 Sep	2004 1 Oct
Oro y derechos en oro	127.382	127.382	127.381	130.657
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	167.544	167.709	168.799	165.337
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.603	17.521	17.293	17.145
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.868	7.556	8.135	7.558
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	327.554	328.008	337.516	334.021
Operaciones principales de financiación	252.501	253.000	262.501	258.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	74.999	74.999	74.999	75.001
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	51	3	1	18
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	6	15	3
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	1.510	1.573	1.586	1.817
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	67.863	67.981	67.596	67.384
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.089	42.089	42.089	42.060
Otros activos	115.197	115.429	115.416	116.315
Total activo	874.610	875.248	885.811	882.294

2. Pasivo

	2004 10 Sep	2004 17 Sep	2004 24 Sep	2004 1 Oct
Billetes en circulación	465.282	463.944	462.638	466.798
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	137.398	138.455	137.202	142.472
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	137.378	138.434	137.187	142.449
Facilidad de depósito	20	21	15	22
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	1
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	62.873	61.576	73.870	60.880
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9.087	9.122	9.254	9.237
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	322	384	446	268
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	7.443	7.430	8.426	8.191
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.896	5.896	5.896	5.807
Otros pasivos	55.152	57.283	56.920	56.905
Cuentas de revalorización	70.205	70.205	70.205	70.696
Capital y reservas	59.773	59.774	59.775	59.861
Total pasivo	874.610	875.248	885.811	882.294

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde ^{b)}	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 9 Jun	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
8	3 26.708	339	252.500	2,00	2,02	2,02	7
15	332.636	357	253.000	2,00	2,02	2,02	7
22	331.112	380	262.500	2,00	2,02	2,02	7
29	327.330	353	259.000	2,00	2,02	2,03	6
5 Oct	325.420	298	255.500	2,00	2,02	2,03	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 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
30 Sep	37.414	138	25.000	-	2,06	2,08	84

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal 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 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
2004 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	
Jul	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3	

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
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
2004 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	139,3	0,6	0,0	2,02
11 Oct	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)				
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
7 Sep	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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	1.192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,5	134,0	1,8	12,7	-	13,2	312,6	14,2	154,9
Ago ^(p)	1.175,0	527,1	22,2	0,6	504,3	151,1	135,6	1,8	13,7	-	13,2	313,3	14,3	156,1
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	19.799,8	12.114,4	819,0	7.101,8	4.193,5	2.947,6	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,1	2.566,8	161,8	1.046,9
2004 I	20.395,0	12.217,8	823,3	7.170,1	4.224,4	3.081,2	1.305,6	431,6	1.344,0	78,0	926,4	2.832,0	160,0	1.099,5
2004 Abr	20.688,3	12.385,3	817,6	7.228,4	4.339,3	3.104,4	1.313,8	435,8	1.354,8	79,8	954,0	2.914,7	160,7	1.089,4
May	20.660,7	12.347,2	811,7	7.268,2	4.267,3	3.146,2	1.340,5	440,1	1.365,6	77,4	955,6	2.886,6	159,1	1.088,5
Jun	20.767,7	12.446,8	818,4	7.319,5	4.308,8	3.162,4	1.355,4	443,9	1.363,1	76,9	944,4	2.871,1	159,3	1.106,8
Jul	20.857,6	12.543,8	825,7	7.354,0	4.364,1	3.172,1	1.347,3	446,3	1.378,4	78,5	935,6	2.871,4	160,1	1.096,2
Ago ^(p)	20.874,1	12.514,4	820,3	7.345,4	4.348,7	3.177,8	1.348,6	446,0	1.383,2	77,3	925,3	2.909,8	160,0	1.109,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,8	24,2	152,8
Ago ^(p)	1.175,0	475,7	367,4	58,2	15,9	293,2	-	1,6	151,5	23,3	155,5
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	19.799,8	0,0	10.773,3	132,3	6.277,6	4.363,5	649,3	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 I	20.395,0	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,0	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,8
2004 Abr	20.688,3	0,0	11.015,3	136,0	6.351,3	4.528,0	690,6	3.338,5	1.167,6	2.912,9	1.563,4
May	20.660,7	0,0	10.993,3	149,1	6.375,2	4.469,0	687,2	3.359,2	1.171,6	2.909,7	1.539,8
Jun	20.767,7	0,0	11.095,7	157,1	6.410,5	4.528,2	685,5	3.370,2	1.181,6	2.873,0	1.561,6
Jul	20.857,6	0,0	11.163,8	143,2	6.422,7	4.598,0	691,5	3.401,9	1.185,5	2.875,8	1.539,1
Ago ^(p)	20.874,1	0,0	11.119,4	134,9	6.401,9	4.582,6	701,8	3.417,4	1.186,2	2.881,5	1.567,7

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	14.554,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,5	1.367,4	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.133,0
2004 I	15.063,6	8.016,8	846,0	7.170,9	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.152,7	174,0	1.203,1
2004 Abr	15.226,1	8.069,3	840,2	7.229,0	1.882,8	1.445,3	437,6	672,1	3.229,3	174,6	1.198,0
May	15.251,5	8.103,2	834,3	7.268,9	1.915,3	1.473,5	441,9	666,6	3.196,6	173,1	1.196,6
Jun	15.326,2	8.160,8	840,7	7.320,2	1.934,7	1.488,9	445,8	657,4	3.182,4	173,4	1.217,4
Jul	15.348,0	8.202,6	848,0	7.354,6	1.929,4	1.481,3	448,1	648,9	3.184,0	174,4	1.208,8
Ago ^(p)	15.384,0	8.188,6	842,6	7.346,0	1.932,1	1.484,2	447,8	642,8	3.223,1	174,3	1.223,1
Operaciones											
2002	605,9	301,9	-9,3	311,2	72,6	43,6	29,1	7,7	245,1	-1,3	-19,9
2003	794,0	388,5	13,7	374,9	172,3	118,0	54,3	19,4	224,4	-3,8	-6,9
2004 I	429,4	82,5	5,3	77,2	56,4	53,4	3,0	24,6	213,4	-0,3	52,9
2004 Abr	149,7	51,7	-6,9	58,6	16,7	11,7	5,0	21,6	69,1	0,6	-9,9
May	56,7	37,9	-5,9	43,8	35,0	30,7	4,3	-2,9	-10,4	0,3	-3,1
Jun	67,1	59,8	5,9	53,9	16,7	12,2	4,5	-10,4	-19,8	0,3	20,7
Jul	9,6	42,4	7,4	35,0	-8,9	-8,6	-0,3	-7,5	-8,1	0,9	-9,2
Ago ^(p)	42,5	-8,8	-5,3	-3,5	-0,4	-0,2	-0,3	-5,8	44,5	0,0	13,0

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
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	14.554,4	397,9	153,6	6.294,4	582,0	1.875,1	1.010,7	2.635,1	1.597,8	7,8
2004 I	15.063,6	399,6	183,8	6.326,1	602,0	1.948,1	1.025,9	2.857,4	1.699,1	21,6
2004 Abr	15.226,1	409,4	179,6	6.368,0	610,8	1.972,6	1.021,8	2.938,0	1.709,7	16,2
May	15.251,5	416,6	195,1	6.393,5	609,7	1.982,9	1.016,1	2.931,9	1.688,1	17,4
Jun	15.326,2	423,0	224,3	6.428,9	608,6	1.996,4	1.027,0	2.896,5	1.712,8	8,9
Jul	15.348,0	436,2	201,7	6.439,2	613,0	2.012,4	1.032,4	2.900,0	1.691,9	21,2
Ago ^(p)	15.384,0	433,4	193,1	6.417,9	624,5	2.022,2	1.042,1	2.904,9	1.723,2	22,8
Operaciones										
2002	605,9	101,4	-5,8	225,3	70,0	114,7	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	794,0	79,0	12,9	319,2	58,0	141,7	37,3	131,1	-50,0	64,7
2004 I	429,4	1,7	30,2	22,6	21,3	59,6	7,6	174,7	120,6	-8,8
2004 Abr	149,7	9,8	-4,7	40,2	8,4	21,2	2,2	62,9	18,5	-8,6
May	56,7	7,3	15,5	29,2	-1,1	15,5	-0,7	8,8	-22,8	5,0
Jun	67,1	6,3	29,2	35,0	-5,2	12,7	8,1	-38,3	21,9	-2,7
Jul	9,6	13,2	-22,6	9,1	3,8	11,8	4,4	-7,2	-12,4	9,5
Ago ^(p)	42,5	-2,8	-8,5	-19,1	11,4	11,9	5,6	15,3	21,7	7,2

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

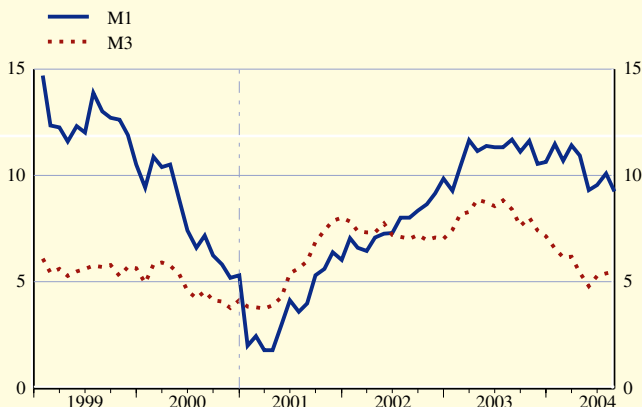
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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		11
									9	10	
Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,7	5.770,3	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	908,5	6.144,2	-	4.143,5	2.225,7	8.156,0	7.100,9	222,5
2004 I	2.769,2	2.552,2	5.321,4	901,3	6.222,7	-	4.242,2	2.263,5	8.239,1	7.165,0	320,7
2004 Abr	2.781,9	2.556,2	5.338,1	911,0	6.249,1	-	4.280,2	2.278,7	8.298,0	7.209,4	332,1
May	2.766,9	2.578,1	5.345,0	904,5	6.249,6	-	4.291,0	2.292,4	8.336,4	7.254,5	289,2
Jun	2.791,4	2.582,6	5.374,1	925,0	6.299,1	-	4.312,2	2.315,3	8.394,2	7.293,0	272,7
Jul	2.831,6	2.593,0	5.424,6	932,2	6.356,8	-	4.345,7	2.329,8	8.449,8	7.346,9	283,4
Ago ^(p)	2.837,8	2.604,0	5.441,8	939,7	6.381,6	-	4.374,9	2.341,6	8.470,4	7.368,9	315,8
Operaciones											
2002	218,5	90,8	309,3	70,0	379,3	-	197,0	35,4	350,0	314,4	170,2
2003	259,3	116,2	375,5	35,3	410,8	-	244,9	134,0	449,0	375,7	94,3
2004 I	92,0	-14,0	78,0	-4,5	73,5	-	74,8	25,1	87,8	72,9	91,2
2004 Abr	11,9	3,8	15,7	9,4	25,1	-	40,3	15,0	58,7	44,8	21,6
May	-14,0	24,0	9,9	-6,4	3,5	-	21,5	16,1	44,9	49,0	-35,5
Jun	23,9	4,8	28,7	16,9	45,6	-	17,3	19,3	59,6	41,0	-19,3
Jul	40,0	9,5	49,5	7,1	56,6	-	27,5	13,6	54,6	54,6	11,8
Ago ^(p)	6,8	11,6	18,4	7,6	26,0	-	28,2	8,8	26,0	27,1	27,6
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	170,2
2003 Dic	10,7	4,7	7,7	4,1	7,2	7,1	6,2	6,4	5,8	5,6	94,3
2004 Mar	11,4	2,1	6,8	3,0	6,2	5,9	7,1	6,6	5,8	5,3	97,4
2004 Abr	10,9	1,5	6,2	1,0	5,4	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	48,1
Jun	9,6	1,7	5,7	3,1	5,3	5,2	7,8	7,6	6,1	6,0	7,1
Jul	10,1	1,7	5,9	2,5	5,4	5,4	7,6	6,4	6,3	6,2	45,8
Ago ^(p)	9,3	2,0	5,7	4,5	5,5	.	7,7	6,6	6,0	6,0	107,5

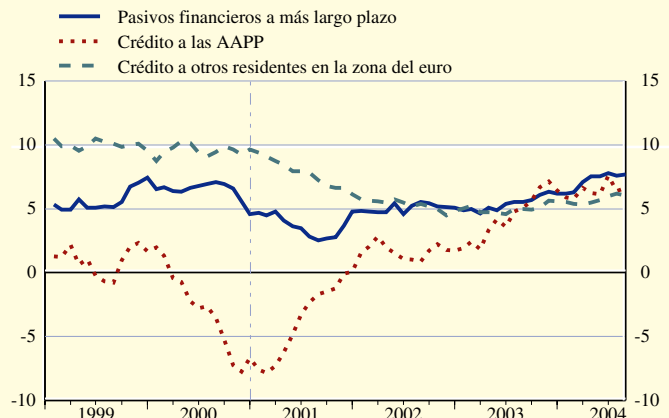
C1 Agregados monetarios

(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

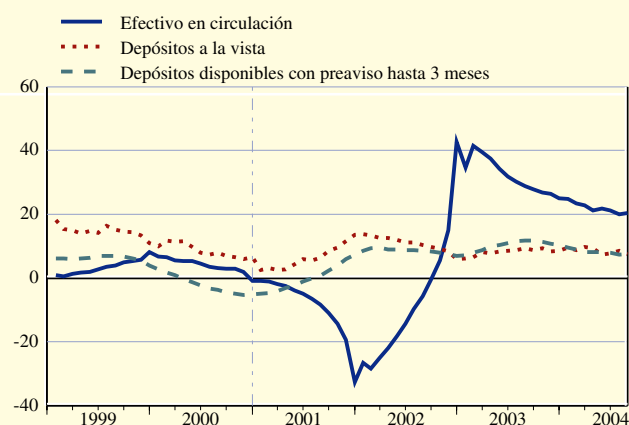
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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	597,7	88,4	1.791,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 I	406,2	2.363,0	1.003,9	1.548,3	215,1	596,5	89,8	1.857,2	90,1	1.268,3	1.026,6
2004 Abr	409,6	2.372,3	995,9	1.560,3	215,2	601,1	94,7	1.879,6	90,0	1.284,1	1.026,5
May	416,4	2.350,6	1.005,9	1.572,1	214,0	601,3	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	425,2	2.406,4	998,5	1.594,5	230,8	611,1	90,3	1.917,8	89,4	1.307,4	1.031,2
Ago ^(p)	433,2	2.404,6	996,2	1.607,8	229,4	618,9	91,3	1.932,9	89,3	1.311,6	1.041,2
Operaciones											
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	126,0	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,5	-27,3	143,5	-9,0	59,5	-15,2	157,9	-13,2	63,2	37,0
2004 I	18,6	73,4	-39,5	25,5	-7,9	0,1	3,3	50,7	-0,5	14,3	10,3
2004 Abr	3,4	8,5	-8,3	12,0	-0,2	4,2	5,4	18,7	-0,1	15,6	6,2
May	6,8	-20,8	12,1	11,9	-1,2	0,1	-5,4	16,3	-0,6	4,3	1,5
Jun	4,1	19,8	-9,7	14,5	6,1	5,5	5,2	9,0	-0,3	10,8	-2,1
Jul	4,7	35,3	1,7	7,8	10,7	-0,5	-3,1	11,8	0,3	8,8	6,7
Ago ^(p)	8,0	-1,2	-1,7	13,3	-1,3	7,8	1,2	17,2	-0,1	5,3	5,9
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	6,0	0,0	6,9	4,6	17,1	-8,2	7,9	-8,8	3,6	4,0
2003 Dic	24,9	8,6	-2,6	10,4	-3,9	11,4	-15,4	9,5	-12,7	5,3	3,7
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,8	7,0	-8,8	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 Abr	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,7	6,7	-18,5	10,9	-8,6	6,6	4,4
May	21,8	7,4	-7,2	8,1	-4,2	5,4	-10,5	10,7	-8,3	6,5	4,9
Jun	21,1	7,7	-6,8	8,0	1,3	4,6	-2,0	10,7	-7,1	7,0	5,0
Jul	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,4	3,3	-0,5	10,3	-4,9	7,2	4,5
Ago ^(p)	20,3	7,5	-5,7	7,5	3,9	4,9	2,9	10,8	-3,3	7,0	4,2

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⁾

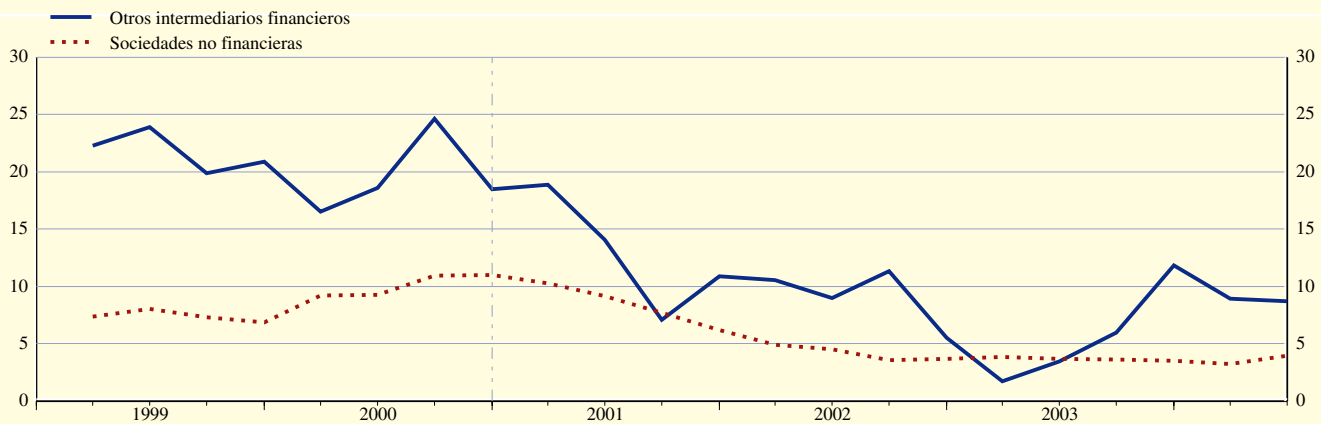
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	35,4	22,1	511,6	321,8	3.034,2	958,0	527,7	1.548,6
2004 I	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,2	526,2	1.574,0
2004 Abr	51,4	37,7	510,8	313,3	3.076,6	958,3	531,6	1.586,7
May	56,5	42,6	515,3	317,1	3.086,0	952,5	537,1	1.596,3
Jun	53,7	40,1	510,4	306,3	3.093,2	966,2	535,3	1.591,7
Jul	56,6	42,1	506,5	303,3	3.099,3	961,2	538,7	1.599,4
Ago ^(p)	53,8	39,3	490,9	287,5	3.092,8	944,3	543,2	1.605,3
Operaciones								
2002	-4,1	-7,3	24,0	16,2	106,1	-23,6	32,4	97,3
2003	4,2	2,2	54,6	26,5	103,9	-7,6	15,9	95,6
2004 I	10,7	10,0	-3,1	-11,7	21,3	-4,3	4,3	21,4
2004 Abr	4,7	5,1	8,6	11,5	21,5	3,6	5,8	12,1
May	5,1	4,9	5,5	4,5	11,6	-4,3	5,3	10,5
Jun	-2,8	-2,5	-5,0	-10,8	26,1	17,7	0,2	8,2
Jul	2,9	2,0	-4,6	-3,3	7,1	-4,7	3,7	8,1
Ago ^(p)	-2,7	-2,8	-12,3	-12,6	-5,5	-16,5	4,4	6,5
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-26,4	5,5	5,9	3,7	-2,3	6,6	7,0
2003 Dic	11,9	11,7	11,8	8,9	3,5	-0,8	3,1	6,6
2004 Mar	8,7	6,4	8,9	3,0	3,2	-2,5	3,7	6,9
2004 Abr	9,5	10,2	8,3	4,4	3,5	-2,4	4,4	7,1
May	21,2	26,0	7,9	4,6	3,7	-2,3	5,9	6,9
Jun	18,8	26,3	8,7	3,3	4,0	-2,1	6,5	7,1
Jul	15,2	26,7	9,0	5,6	4,3	-1,2	6,0	7,3
Ago ^(p)	21,6	37,7	7,1	3,3	4,0	-1,8	5,7	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⁾

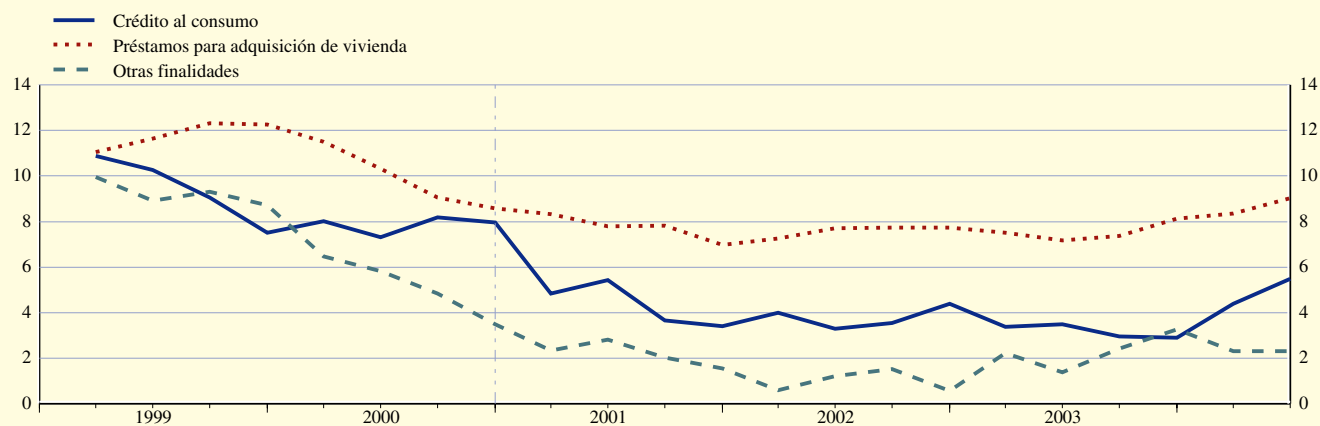
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	3.520,6	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,3	63,3	2.282,7	675,7	144,8	95,7	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	680,0	141,8	95,2	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	3.691,5	503,6	113,2	186,6	203,8	2.492,1	14,5	64,0	2.413,7	695,8	143,9	98,2	453,7
Ago ^(p)	3.707,8	505,0	114,0	186,2	204,8	2.509,2	14,4	64,3	2.430,5	693,7	142,3	98,0	453,4
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	212,1	13,7	8,7	6,4	-1,4	177,6	-5,9	1,7	181,8	20,8	-6,4	-5,0	32,3
2004 I	48,1	2,0	-1,7	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,3	-2,3	0,5	3,2
2004 Abr	23,8	3,9	0,8	1,5	1,6	18,9	0,0	0,4	18,5	1,0	-0,7	0,8	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	29,6	2,4	-1,2	1,8	1,8	28,4	-0,4	0,5	28,3	-1,1	-3,6	-0,1	2,5
Ago ^(p)	17,1	1,6	0,8	-0,5	1,3	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,7	-1,6	-0,1	0,0
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	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 Mar	6,6	4,4	0,1	6,3	5,2	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,8	4,4
2004 Abr	6,8	4,9	0,4	6,4	6,2	8,7	6,1	-3,4	9,1	2,1	-1,0	-1,4	3,9
May	6,9	4,8	0,8	5,4	6,5	8,8	5,6	-3,4	9,2	1,9	-0,8	-1,2	3,5
Jun	7,2	5,5	3,0	5,3	7,2	9,0	7,8	0,0	9,3	2,3	-1,3	1,6	3,8
Jul	7,3	5,4	3,4	5,4	6,5	9,2	6,3	-0,4	9,5	2,4	-0,9	1,3	3,7
Ago ^(p)	7,5	6,5	6,0	5,7	7,5	9,3	4,3	-0,5	9,6	2,0	-0,5	1,5	3,0

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⁾

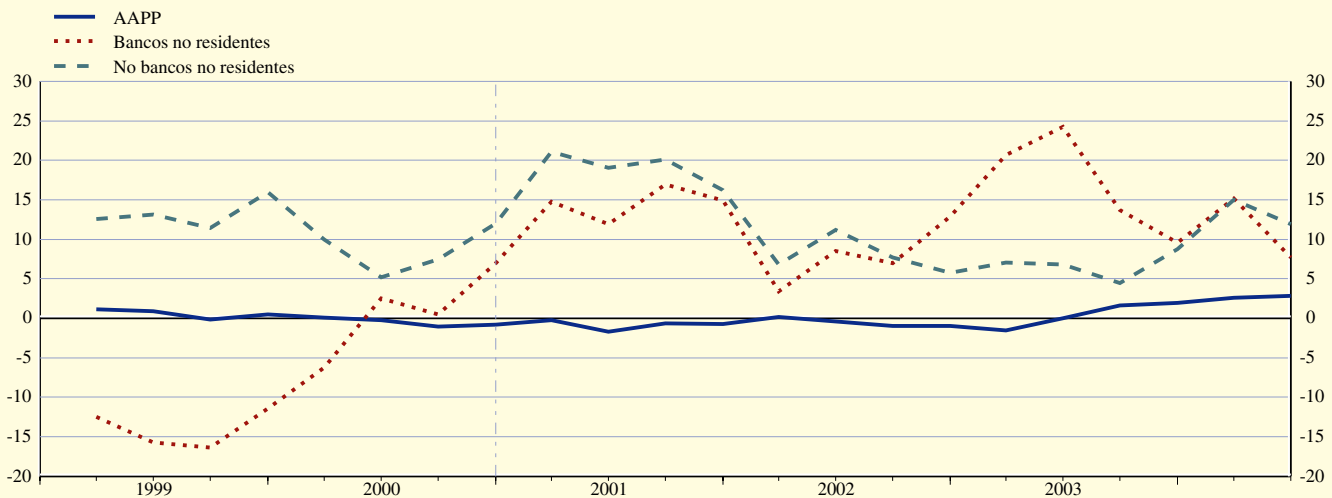
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 I	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
II ^(p)	818,4	129,3	253,4	395,0	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	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 I	5,3	5,7	-3,9	-0,3	3,9	165,2	108,0	57,0	1,7	55,3
II ^(p)	-6,5	-6,3	-8,5	6,4	1,8	6,4	11,9	-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	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 Mar	2,6	0,9	-2,2	2,9	63,1	15,2	15,2	15,0	4,1	16,3
Jun ^(p)	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	9,1	7,7	11,9	3,2	12,9

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⁾

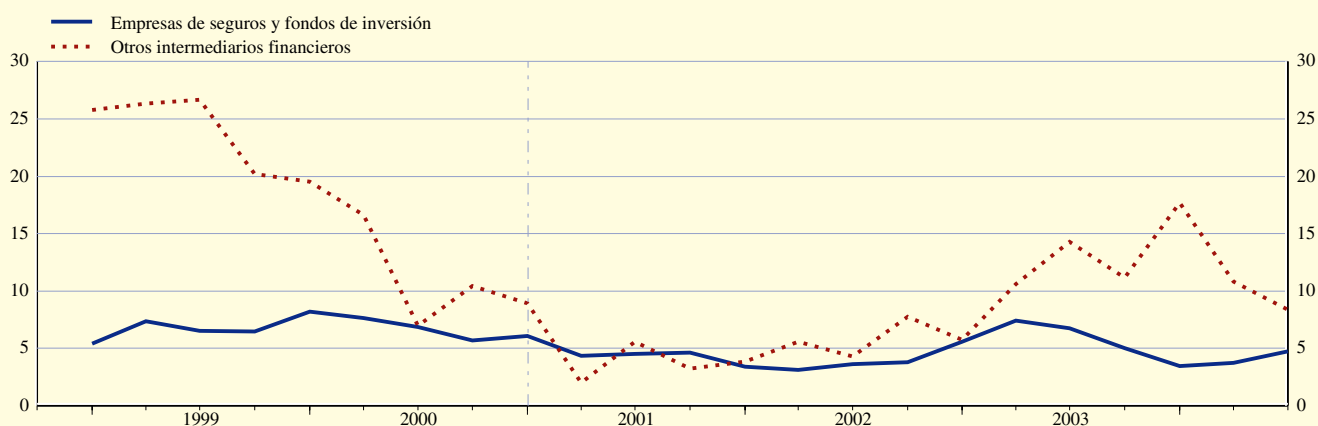
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	568,9	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 Q1	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	587,8	197,0	119,7	147,1	7,8	0,1	116,1
2004 Apr.	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
June	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
July	567,1	55,8	46,2	440,9	1,3	1,0	21,9	594,8	186,6	123,2	158,0	8,4	0,1	118,5
Aug. ^(p)	566,4	53,6	46,9	441,2	1,3	1,0	22,3	590,4	176,5	127,6	162,0	8,2	0,1	116,0
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	27,9	-0,4	39,3	3,2	0,0	16,0
2004 Q1	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	13,4	13,9	-14,7	1,4	1,6	0,0	11,3
2004 Apr.	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	12,5	-2,1	9,2	2,7	0,5	0,0	2,2
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
June	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
July	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,7	-7,6	0,8	2,9	0,0	0,0	1,2
Aug. ^(p)	-0,5	-2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-3,9	-10,0	4,5	4,1	-0,1	0,0	-2,5
Tasas de crecimiento														
2002 Dec.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dec.	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 Apr.	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,0	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	13,7
May	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,2	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	15,2
June	4,7	-6,4	10,9	6,4	40,3	3,8	-6,3	8,4	7,7	-10,1	18,6	44,6	-	19,1
July	5,5	0,4	17,0	5,1	32,8	3,1	3,7	8,8	9,1	-9,3	22,5	51,7	-	12,6
Aug. ^(p)	5,8	4,4	17,7	4,3	18,9	7,1	16,5	9,1	6,4	-5,6	25,1	67,5	-	9,8

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

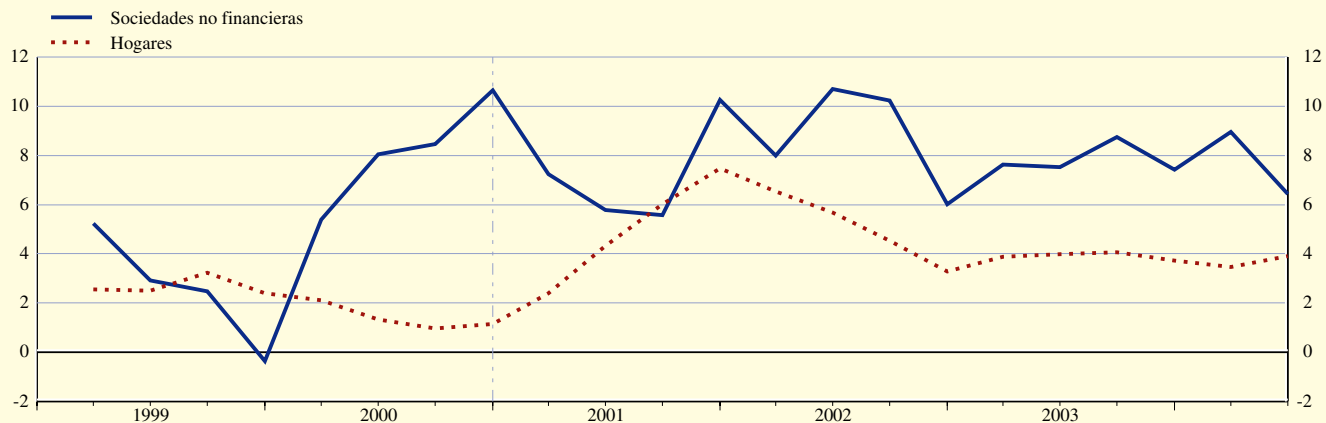
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 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	1.049,3	633,3	280,2	66,2	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	1.035,9	624,2	275,9	68,5	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	1.037,9	627,9	271,7	69,7	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	1.053,8	642,1	271,0	71,6	41,6	1,0	26,5	4.069,4	1.372,4	517,3	613,1	1.428,2	85,9	52,6
Ago ^(p)	1.052,5	639,4	270,0	71,0	42,2	1,0	28,8	4.055,1	1.351,3	516,6	615,3	1.431,3	85,8	54,7
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	-14,9	-9,6	-5,6	2,6	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	14,5	5,7	7,9	0,8	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	-1,1	-9,9	4,7	2,5	0,6	0,0	1,0	13,5	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
Ago ^(p)	-0,8	-2,5	-0,7	-0,5	0,6	0,0	2,3	-14,3	-21,0	-0,5	2,1	3,0	-0,1	2,2
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,4	6,8	23,7	-30,7	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	7,1	10,4	-0,3	19,1	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	15,2	17,1	20,6	-13,4	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Jul	6,9	10,6	-3,0	17,0	17,8	21,5	-6,0	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
Ago ^(p)	6,1	10,9	-5,5	11,4	17,9	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,4	4,9	6,3	-4,0	-10,2

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⁾

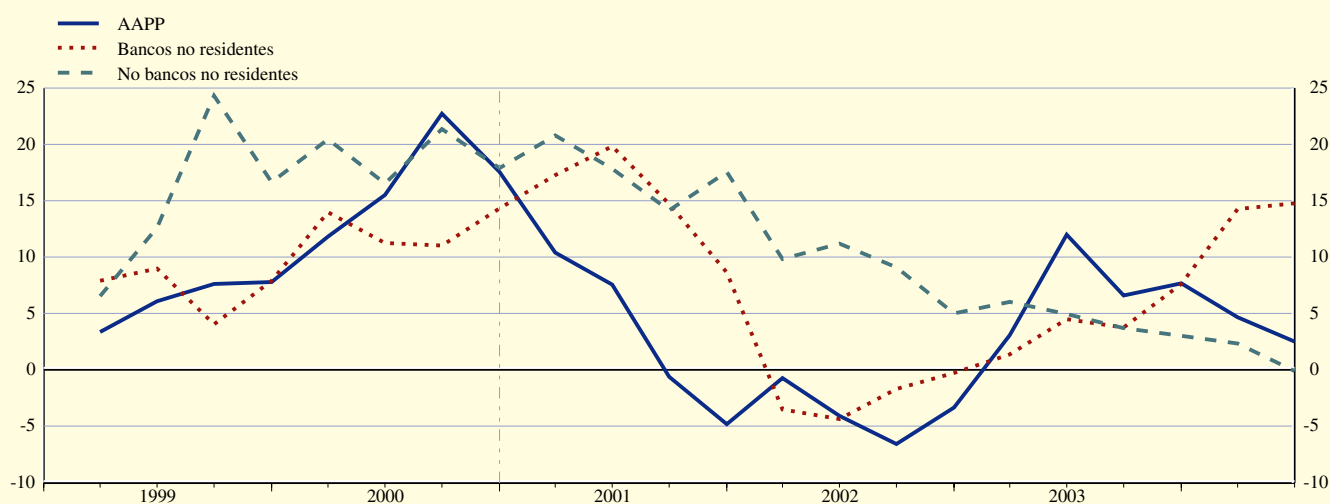
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
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	138,5	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 I	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,4	129,6	25,7	4,8	21,0
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	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
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.

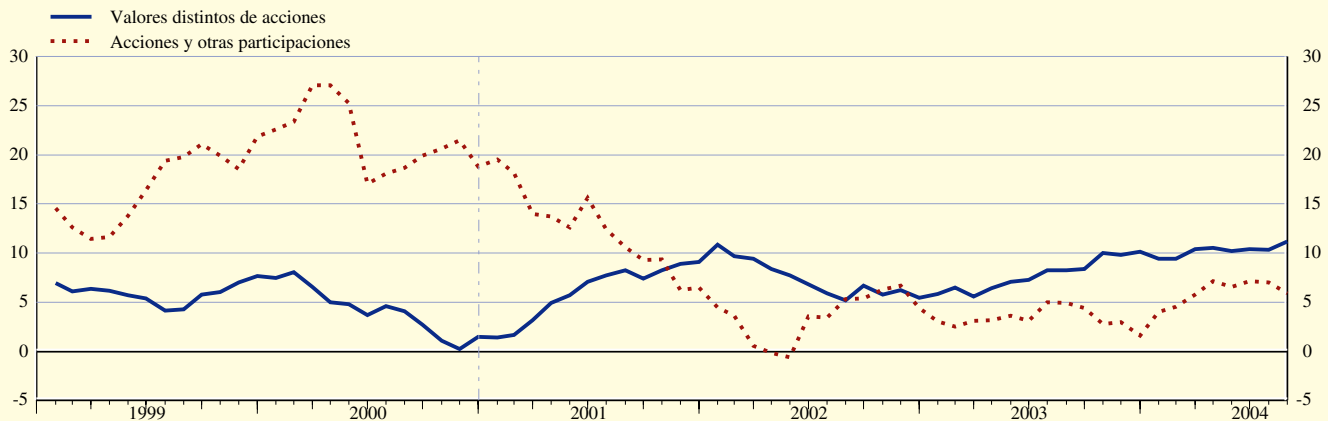
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(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	3.576,9	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,2	18,6	629,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 I	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,5	18,0	685,9	1.115,8	285,7	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	3.901,6	1.315,1	63,3	1.329,9	17,4	429,1	17,3	729,5	1.149,7	295,6	640,0	214,2
Ago ^(p)	3.919,5	1.319,6	63,6	1.331,7	16,9	429,1	16,9	741,7	1.142,5	291,2	634,1	217,2
Operaciones												
2002	168,1	47,2	0,2	38,6	-0,6	25,9	3,5	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,4	91,6	6,2	80,3	1,1	51,9	2,3	98,0	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 I	153,1	61,3	0,1	45,8	1,3	4,1	-1,3	41,8	44,8	6,1	24,6	14,0
2004 Abr	41,8	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	28,9	5,5	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	8,1	-5,3	2,3	11,2	0,3	3,9	0,5	-4,8	-2,4	-3,2	-10,6	11,4
Jul	36,6	17,8	-0,9	-8,4	-0,2	0,8	-1,0	28,5	1,9	0,0	-7,6	9,5
Ago ^(p)	19,3	4,5	1,2	-0,6	-0,5	0,0	-0,3	15,0	-6,2	-4,2	-5,8	3,7
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,5	4,4	-0,6	3,7	-3,3	8,1	23,6	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	10,1	8,1	12,6	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,5	-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	10,4	9,5	5,8	7,1	6,1	11,2	-6,8	19,1	7,0	6,1	4,5	16,7
Ago ^(p)	11,2	10,0	13,3	7,6	5,1	10,2	-6,1	21,7	5,9	4,3	3,3	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	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Ago ^(p)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,6	-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	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Ago ^(p)	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	0,3	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,3	0,0	0,1	-2,2	-0,3	-1,0	-1,0
Ago ^(p)	2,5	0,0	0,0	2,4	0,0	0,1	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,2	-0,7

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	4.363,5	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	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	664,3	51,0	49,0	32,1	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	3.304,0	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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,5	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I	4.224,4	-	-	-	-	-	7.993,5	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
II ^(p)	4.308,8	-	-	-	-	-	8.138,0	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	1.182,2	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	1.308,6	49,1	50,9	30,6	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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
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	1.671,7	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	35,1	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.

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

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

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

1. Activo

	Total 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

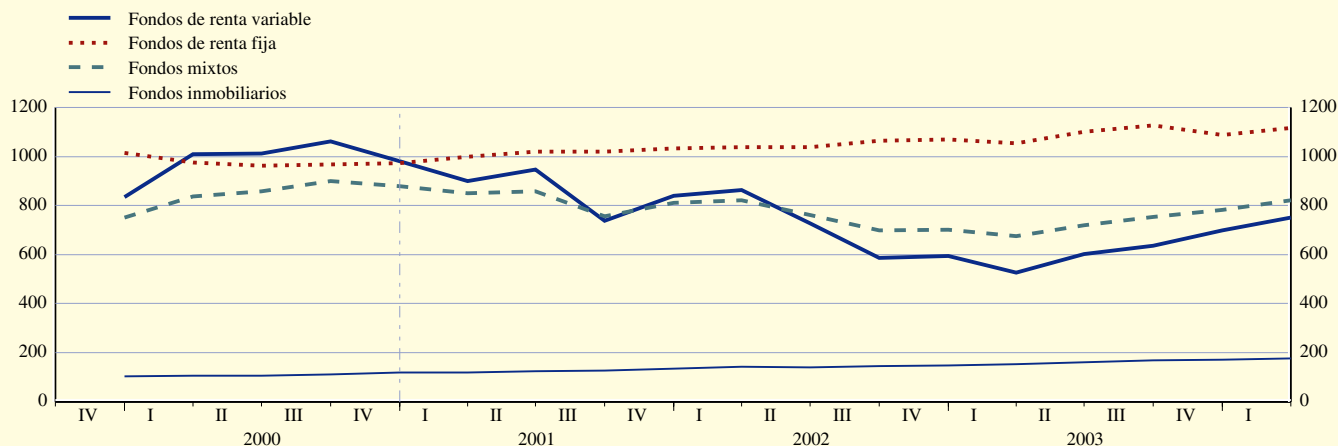
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2002 IV	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I ^(p)	3.353,4	49,6	3.171,0	132,8

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							Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾	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				Cesiones temporales				
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso		4				5	6	7	8	9	10	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	15.400,8	5.871,9	350,7	5.182,4	2.027,5	1.557,8	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4	
2004 I	15.597,9	5.907,7	350,8	5.180,3	2.021,0	1.543,6	1.534,5	81,2	183,8	192,8	394,9	
Operaciones												
2002 IV	171,7	171,1	30,8	135,7	83,0	13,2	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1	
2003 I	154,7	40,2	1,3	-3,3	-29,3	-11,3	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2	
II	212,9	132,1	21,2	86,4	84,0	-8,4	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4	
III	131,9	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2	
IV	154,6	125,9	29,8	119,6	79,3	9,1	36,4	-5,2	-30,3	6,8	10,9	
2004 I	148,6	32,5	0,0	-5,3	-7,4	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,6	
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	24,8	

	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	38,2	40,1	-1,9
2003 I	-21,8	-21,8	-0,1	65,3	3,0	62,2	29,9	71,0	64,6	6,5
II	-41,5	-17,1	-24,4	63,1	25,1	38,0	3,7	59,3	55,1	4,2
III	11,0	0,1	10,9	50,3	33,0	17,3	2,6	57,9	54,9	3,0
IV	7,1	4,4	2,7	-24,6	-24,7	0,2	-10,3	46,2	43,6	2,6
2004 I	19,9	3,4	16,5	27,0	1,5	25,5	10,4	69,1	61,3	7,9
Tasas de crecimiento										
2002 IV	0,9	-14,0	3,0	2,0	0,1	4,7	12,1	6,4	6,6	4,5
2003 I	-0,6	-16,1	1,3	2,8	0,8	5,6	11,9	6,3	6,6	3,7
II	-2,4	-14,6	-1,1	3,8	1,3	7,1	13,5	6,4	6,7	3,7
III	-3,4	-23,7	-1,0	4,6	2,2	6,9	9,2	6,5	6,9	3,4
IV	-2,3	-16,4	-0,6	4,4	2,0	6,9	8,3	6,6	6,8	4,7
2004 I	-0,2	-4,8	0,3	3,5	2,2	4,6	1,6	6,4	6,6	5,0

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	15.580,4	8.138,5	7.168,8	884,8	68,5	816,3	3.603,9	1.188,4	2.415,5	3.649,8	286,8	3.363,0	256,4	
II	16.139,2	8.244,2	7.236,3	876,9	69,7	807,3	3.652,1	1.213,2	2.438,9	3.715,2	291,4	3.423,8	253,8	
III	16.233,3	8.326,8	7.293,7	884,2	70,8	813,4	3.657,5	1.184,7	2.472,8	3.785,0	285,9	3.499,1	275,6	
IV	16.561,4	8.462,9	7.397,1	952,6	80,6	872,0	3.660,0	1.163,5	2.496,4	3.850,3	287,0	3.563,3	266,5	
2004 I	16.899,7	8.513,2	7.466,6	956,4	84,7	871,7	3.654,9	1.161,2	2.493,7	3.901,9	281,8	3.620,1	304,1	
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	265,7	94,7	66,9	6,1	7,9	-1,8	45,4	18,6	26,8	43,2	-7,6	50,8	7,1	
II	234,2	116,2	84,9	-5,4	3,2	-8,6	52,0	24,3	27,7	69,6	5,3	64,3	2,6	
III	136,1	79,8	58,7	7,3	1,1	6,2	1,5	-25,9	27,5	71,0	-4,7	75,7	22,9	
IV	111,0	110,6	119,2	20,3	9,8	10,4	17,2	-16,5	33,7	73,1	4,5	68,5	-1,3	
2004 I	192,6	45,7	74,8	4,9	4,1	0,8	-14,7	-6,9	-7,8	55,5	-4,0	59,5	32,6	
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	-1,4	28,4	-3,3	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	-1,3	4,3	1,5	5,8	6,5	-1,5	7,2	3,6	
III	5,2	5,4	4,4	2,6	33,1	0,6	4,4	1,0	6,2	7,1	-1,4	7,9	16,1	
IV	4,8	5,0	4,6	3,2	36,2	0,8	3,2	0,0	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9	
2004 I	4,3	4,3	4,7	3,1	26,7	1,1	1,6	-2,1	3,4	7,4	0,4	8,0	22,1	

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	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			Participación neta de los hogares en las reservas 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	3.586,5	61,0	42,7	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	3.811,8	51,9	35,4	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	61,3	-0,3	2,3	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	34,7	-10,8	-8,9	0,5	3,9	41,1	36,9	4,2	
2004 I	22,8	2,7	20,0	4,2	3,2	77,6	9,7	10,7	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	0,8	4,6	0,9	1,8	6,4	6,8	4,0	
III	4,8	0,4	8,2	18,2	4,8	6,4	6,7	9,5	7,7	3,2	6,5	7,0	3,6	
IV	5,7	2,8	8,1	11,8	6,9	6,7	13,0	12,9	11,1	6,7	6,6	6,9	5,0	
2004 I	7,6	4,6	9,9	14,7	7,3	6,4	1,0	8,6	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 participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	341,7	1.122,4	-783,9	2,9	0,4	1.733,8	-3,0	396,3	397,7	383,4	313,8	195,4	50,2
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,9	0,0	1.912,6	-0,2	392,4	332,2	449,9	485,0	223,9	29,3
1998	415,1	1.203,5	-823,6	35,0	0,2	2.423,0	11,0	419,7	357,1	537,6	844,8	215,3	37,6
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.103,5	1,3	554,9	427,0	895,0	936,7	261,2	27,5
2000	489,4	1.391,2	-913,1	28,0	-16,7	2.913,3	1,3	352,4	263,1	848,3	1.191,7	253,0	3,4
2001	463,3	1.443,7	-973,6	-8,8	1,9	2.596,6	-0,5	576,6	433,0	745,5	620,3	250,0	-28,3
2002	393,0	1.430,3	-1.020,5	-18,1	1,4	2.298,8	0,9	648,1	258,7	663,6	478,6	221,8	27,2

	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		1.664,8	473,5	383,4	334,7	277,0	196,2	
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0		1.811,0	509,6	317,7	378,5	375,0	230,1	
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1		2.351,6	648,5	323,2	499,2	659,7	221,0	
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7		3.057,2	930,5	503,7	767,9	591,6	263,5	
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6		2.887,8	541,5	417,3	884,5	791,0	253,4	
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6		2.574,4	673,6	490,1	622,7	537,6	250,4	
2002	464,9	1.474,0	-1.020,5	11,5		2.227,0	562,3	443,3	607,0	397,8	216,5	

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	262,5	54,1	-13,7	55,1	89,1	119,5	514,5	274,5	7,0	143,3	116,5
1997	150,4	592,0	-453,3	242,6	25,3	-11,8	46,3	97,7	105,2	521,5	287,9	12,1	153,8	112,4
1998	193,8	635,2	-470,6	450,0	42,7	-11,5	110,9	205,2	147,8	569,2	496,0	22,8	267,4	194,7
1999	212,0	684,5	-490,9	652,1	24,7	93,6	186,0	331,2	107,7	548,7	756,5	47,5	436,7	255,6
2000	309,7	750,3	-522,9	925,5	74,6	87,4	230,4	514,2	84,4	560,4	1.150,7	60,9	597,7	483,7
2001	219,2	774,3	-554,8	636,5	100,9	44,6	164,5	242,5	88,2	583,5	767,6	99,7	352,7	303,7
2002	172,9	758,3	-579,3	522,9	39,1	-57,8	189,8	258,6	115,1	634,3	580,7	21,2	343,1	201,2

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	384,5	-216,8	436,7	146,2	24,8	90,9	190,8	445,4	647,1	161,3	160,0	3.788,2	17,1
1997	168,3	377,5	-211,6	424,3	70,4	-19,8	192,1	217,7	424,2	617,2	168,4	167,0	3.816,2	16,2
1998	180,2	389,7	-216,3	443,1	96,4	-119,2	286,6	210,5	408,1	594,6	215,2	213,9	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	468,5	118,7	-28,5	195,7	246,8	392,8	581,8	267,1	265,6	4.086,3	14,2
2000	197,9	441,0	-241,2	422,7	65,4	34,5	121,4	247,5	396,6	598,3	224,0	222,3	4.276,6	14,0
2001	183,8	452,8	-263,6	414,4	174,6	82,2	58,7	230,1	427,9	655,5	170,3	168,4	4.578,7	14,3
2002	165,6	458,6	-281,1	485,2	223,8	77,8	-1,4	212,2	439,2	684,6	211,6	209,4	4.721,6	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

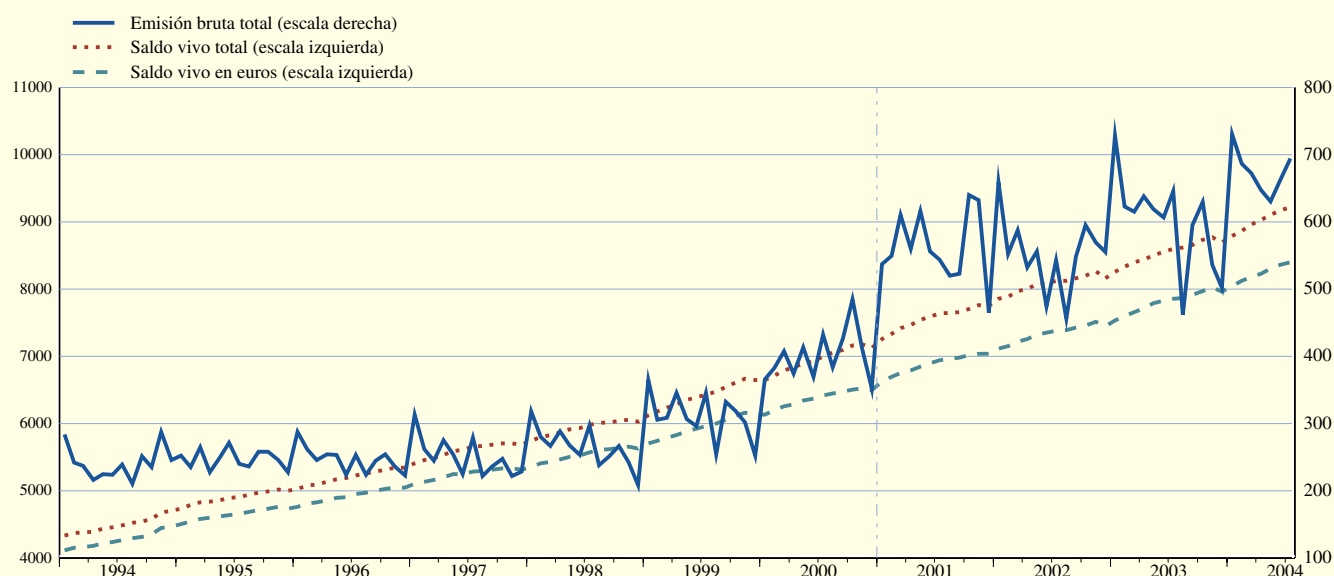
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Jul	9.019,7	649,4	615,7	33,7	8.601,3	645,7	601,2	44,5	91,4	93,1	94,3	34,1
Ago	9.025,0	470,3	465,5	4,8	8.614,3	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
Sep	9.115,1	615,6	524,5	91,1	8.659,0	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
Oct	9.172,7	635,5	578,8	56,7	8.733,0	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
Nov	9.240,2	556,0	491,2	64,8	8.771,2	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
Dic	9.204,0	519,4	551,8	-32,4	8.695,8	501,4	555,4	-54,0	91,6	93,7	94,6	-55,3
2004 Ene	9.276,7	738,7	663,8	74,9	8.789,0	731,0	643,2	87,8	91,5	94,2	94,7	79,4
Feb	9.353,6	699,3	622,6	76,7	8.866,1	686,4	605,5	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
Mar	9.470,8	717,1	599,7	117,3	8.960,3	672,1	587,7	84,3	91,3	92,7	95,3	63,5
Abr	9.496,0	647,8	624,3	23,5	9.027,4	647,8	586,9	60,9	91,2	93,2	95,0	46,2
May	9.595,1	648,3	549,6	98,8	9.109,3	630,2	543,5	86,6	91,2	93,9	94,9	75,9
Jun	9.699,8	708,0	602,3	105,8	9.172,7	661,5	598,2	63,4	91,2	94,3	94,7	57,0
Jul	.	.	.	.	9.215,4	693,9	651,7	42,2	91,1	94,0	94,6	36,0
Largo plazo												
2003 Jul	8.155,9	198,4	145,7	52,7	7.721,2	185,6	140,2	45,5	91,4	88,2	94,9	30,6
Ago	8.168,1	86,4	75,8	10,7	7.747,6	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
Sep	8.244,6	179,8	102,5	77,3	7.799,6	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
Oct	8.299,5	179,2	125,5	53,7	7.852,3	168,3	120,4	47,8	91,4	91,7	94,0	41,1
Nov	8.351,0	143,4	93,3	50,1	7.888,6	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
Dic	8.344,7	118,2	119,4	-1,2	7.864,1	111,0	113,5	-2,5	91,6	90,3	93,0	-5,3
2004 Ene	8.404,1	196,0	136,1	59,9	7.913,6	178,6	137,6	41,0	91,6	92,9	90,8	40,9
Feb	8.490,4	194,3	109,0	85,3	7.997,2	183,5	98,7	84,9	91,7	92,2	88,0	82,5
Mar	8.561,0	213,4	142,1	71,3	8.071,5	189,4	123,8	65,6	91,4	86,8	93,7	48,3
Abr	8.601,7	162,7	123,8	38,9	8.121,7	154,7	110,2	44,6	91,3	88,4	94,6	32,5
May	8.703,1	174,2	72,1	102,1	8.205,5	156,3	67,8	88,5	91,3	89,2	90,8	77,9
Jun	8.785,7	201,6	121,1	80,6	8.274,4	178,7	113,5	65,2	91,3	92,9	92,3	61,2
Jul	.	.	.	.	8.311,0	173,1	137,5	35,6	91,2	91,5	93,7	29,6

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)

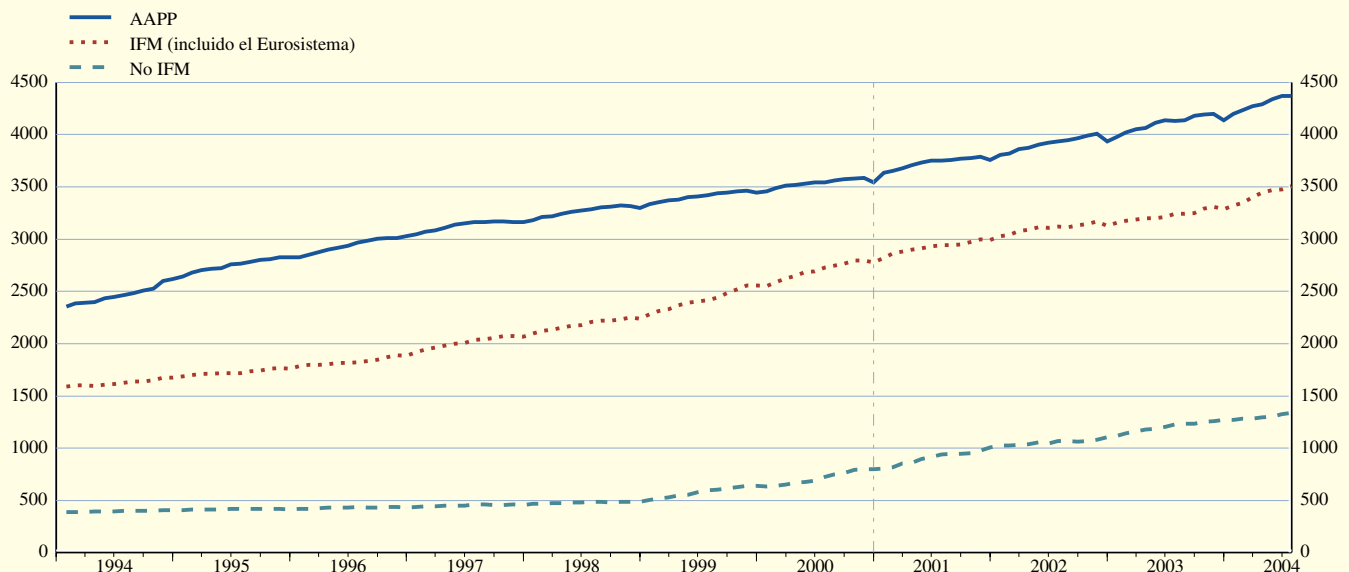
1. Saldos vivos

(fin de periodo)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Jul	8.601,3	3.241,0	637,7	589,2	3.928,9	204,5	91,4	85,7	85,4	88,1	97,3	95,5
Ago	8.614,3	3.241,3	641,9	592,5	3.934,4	204,3	91,3	85,6	85,2	87,9	97,2	95,4
Sep	8.659,0	3.247,3	650,1	584,0	3.968,7	209,0	91,4	85,5	86,2	88,1	97,4	95,5
Oct	8.733,0	3.288,9	661,4	589,5	3.980,5	212,6	91,3	85,3	86,6	87,9	97,4	95,5
Nov	8.771,2	3.311,0	669,2	590,7	3.983,1	217,1	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
Dic	8.695,8	3.286,9	683,6	589,2	3.917,9	218,1	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 Ene	8.789,0	3.319,7	684,8	588,6	3.974,2	221,8	91,5	85,4	87,7	87,9	97,6	95,5
Feb	8.866,1	3.347,3	693,4	591,9	4.005,6	227,9	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
Mar	8.960,3	3.403,7	695,6	589,4	4.040,8	230,8	91,3	85,2	87,8	87,7	97,4	95,5
Abr	9.027,4	3.444,1	700,9	591,4	4.059,0	232,0	91,2	84,9	87,9	87,5	97,4	95,4
May	9.109,3	3.470,3	700,4	599,3	4.105,7	233,6	91,2	84,8	88,2	87,6	97,5	95,6
Jun	9.172,7	3.477,5	720,0	602,6	4.134,5	238,1	91,2	84,7	88,6	87,4	97,4	95,5
Jul	9.215,4	3.508,0	730,1	609,9	4.130,5	237,0	91,1	84,6	88,7	87,1	97,5	95,5
Largo plazo												
2003 Jul	7.721,2	2.863,6	629,0	487,9	3.540,7	200,0	91,4	86,2	85,2	86,6	97,2	95,7
Ago	7.747,6	2.879,2	633,2	490,9	3.543,9	200,4	91,2	85,9	85,0	86,4	97,1	95,5
Sep	7.799,6	2.890,6	642,0	486,3	3.575,2	205,5	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
Oct	7.852,3	2.923,1	653,3	489,6	3.577,0	209,2	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,6
Nov	7.888,6	2.937,5	660,9	493,4	3.583,0	213,7	91,5	85,8	86,8	87,0	97,4	95,8
Dic	7.864,1	2.926,8	674,7	497,0	3.551,0	214,6	91,6	86,0	87,7	87,2	97,5	95,5
2004 Ene	7.913,6	2.941,9	676,2	492,3	3.585,5	217,7	91,6	85,9	87,5	86,7	97,5	95,6
Feb	7.997,2	2.977,4	685,2	495,1	3.615,9	223,5	91,7	86,0	87,9	86,6	97,5	95,7
Mar	8.071,5	3.029,6	687,8	489,1	3.638,2	226,8	91,4	85,7	87,7	86,2	97,3	95,7
Abr	8.121,7	3.060,4	692,7	484,6	3.656,5	227,5	91,3	85,4	87,8	85,9	97,3	95,6
May	8.205,5	3.092,3	692,4	491,6	3.700,4	228,8	91,3	85,2	88,1	86,0	97,4	95,7
Jun	8.274,4	3.099,4	711,8	497,0	3.733,0	233,2	91,3	85,2	88,5	85,8	97,3	95,8
Jul	8.311,0	3.123,0	721,9	505,3	3.729,0	231,8	91,2	85,0	88,6	85,5	97,4	95,8

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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

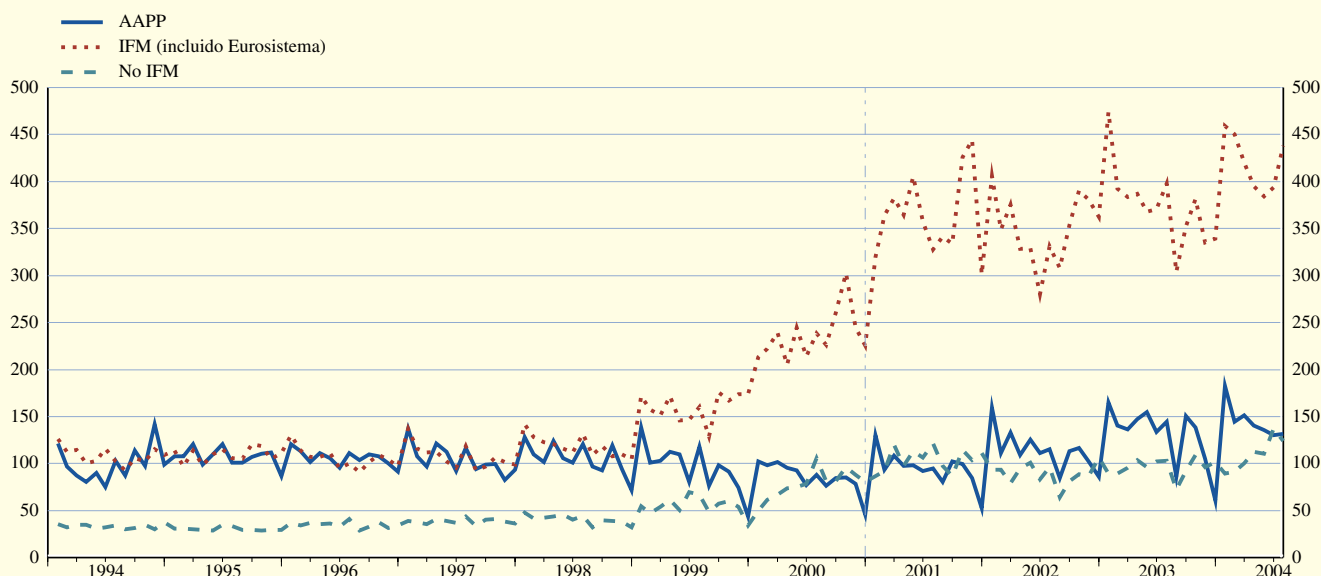
2. Emisiones brutas

(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 Jul	645,7	398,1	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	731,0	458,9	8,5	80,8	173,6	9,2	94,2	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	630,2	384,3	9,8	100,3	130,5	5,2	93,9	91,8	89,2	97,1	98,0	97,9
Jun	661,5	393,7	33,5	103,8	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
Jul	693,9	437,9	23,5	100,8	127,9	3,8	94,0	92,7	92,0	94,9	98,0	92,0
Largo plazo												
2003 Jul	185,6	75,0	24,1	9,9	73,5	3,2	88,2	82,7	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	178,6	72,9	5,0	7,4	86,9	6,3	92,9	87,5	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	156,3	67,9	6,6	9,4	69,7	2,7	89,2	79,8	86,3	85,3	98,8	99,6
Jun	178,7	66,1	29,8	13,8	63,5	5,5	92,9	88,1	98,0	81,3	97,4	99,1
Jul	173,1	70,8	20,6	17,1	63,3	1,4	91,5	86,4	93,1	85,0	98,3	100,0

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

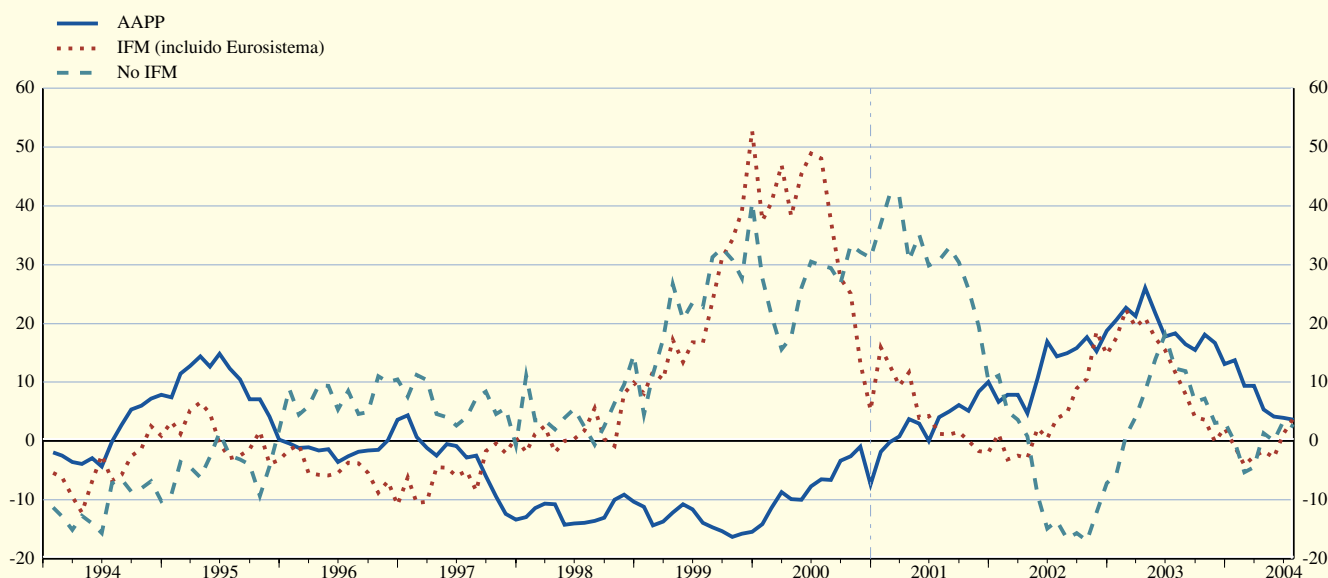
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(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 Jul	7,0	112,5	4,9	19,0	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	23,3	9,4	125,3	4,1	6,7	17,0
Oct	7,2	114,2	5,5	19,2	29,1	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	23,6	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	23,2	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	7,2	117,4	7,4	11,8	19,8	3,7	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,1
Abr	7,2	118,2	7,9	10,4	17,6	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	16,5	2,6	5,5	4,9	17,6	0,7	131,8	-2,8	0,0	-5,9
Jun	7,4	120,2	8,4	10,1	16,8	3,1	5,8	5,2	17,4	2,7	131,6	1,3	3,4	-7,2
Jul	7,3	120,7	8,4	9,7	14,9	4,1	5,7	5,2	16,0	3,6	132,6	4,0	2,4	-6,9
En euros														
2003 Jul	6,7	111,9	3,8	22,1	34,6	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	34,5	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	21,8	11,5	128,7	8,5	5,9	16,9
Oct	7,0	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	34,2	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	16,1	26,2	6,1	5,8	5,1	20,4	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	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,2
Abr	6,8	117,2	6,6	11,8	21,2	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	11,1	20,2	1,9	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	-0,3	-6,7
Jun	6,9	119,1	6,9	11,4	20,6	1,9	5,8	5,3	17,1	2,3	133,3	-0,1	3,6	-7,3
Jul	6,9	119,7	6,9	11,1	19,0	2,9	5,9	5,3	15,9	2,6	134,4	1,7	2,0	-9,3

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

(tasas de variación)



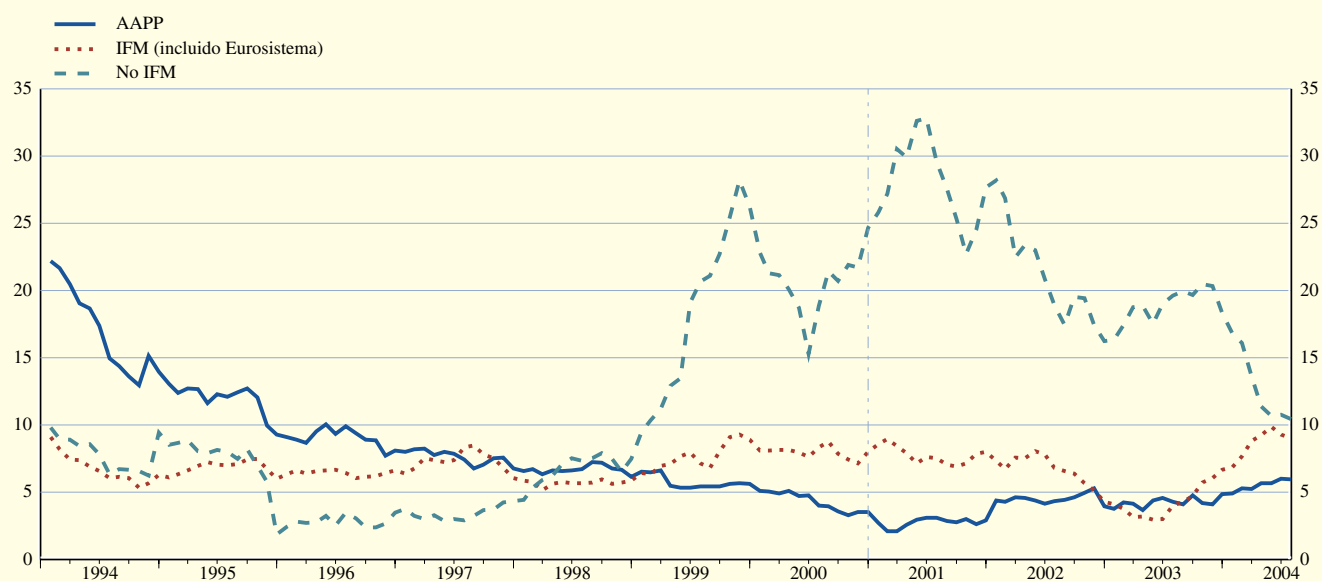
Fuente: BCE.

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⁾ (cont.)
(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													
11,5	18,3	18,3	18,9	6,2	111,0	4,0	19,6	28,5	9,8	4,3	3,4	22,0	2003 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	19,7	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	29,3	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	18,4	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	22,2	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	22,5	7,8	116,8	9,3	11,4	18,0	3,1	5,7	5,0	18,6	Abr
0,5	4,2	4,1	18,1	7,9	118,1	9,9	10,6	16,8	3,0	5,6	5,0	17,6	May
4,4	4,0	3,8	24,1	7,9	119,0	9,3	10,8	17,1	2,8	6,0	5,4	17,2	Jun
3,2	3,6	3,4	18,3	7,7	119,5	9,0	10,4	15,2	4,3	6,0	5,4	15,9	Jul
En euros													
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	2003 Jul
10,5	16,8	17,0	1,1	5,7	110,2	2,5	23,9	34,8	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	3,8	24,6	36,7	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	6,9	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	7,6	15,6	24,6	4,8	5,3	4,5	20,0	Mar
2,0	5,2	5,0	18,4	7,4	115,6	7,9	13,0	21,7	2,3	5,6	5,0	18,2	Abr
0,2	4,1	4,0	20,8	7,4	116,8	8,1	12,4	20,7	2,3	5,7	5,0	17,4	May
4,6	3,7	3,6	19,8	7,5	117,8	7,8	12,2	21,0	1,3	6,1	5,4	17,1	Jun
3,1	3,5	3,4	13,9	7,4	118,2	7,5	12,1	19,4	2,8	6,1	5,6	16,0	Jul

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.

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

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

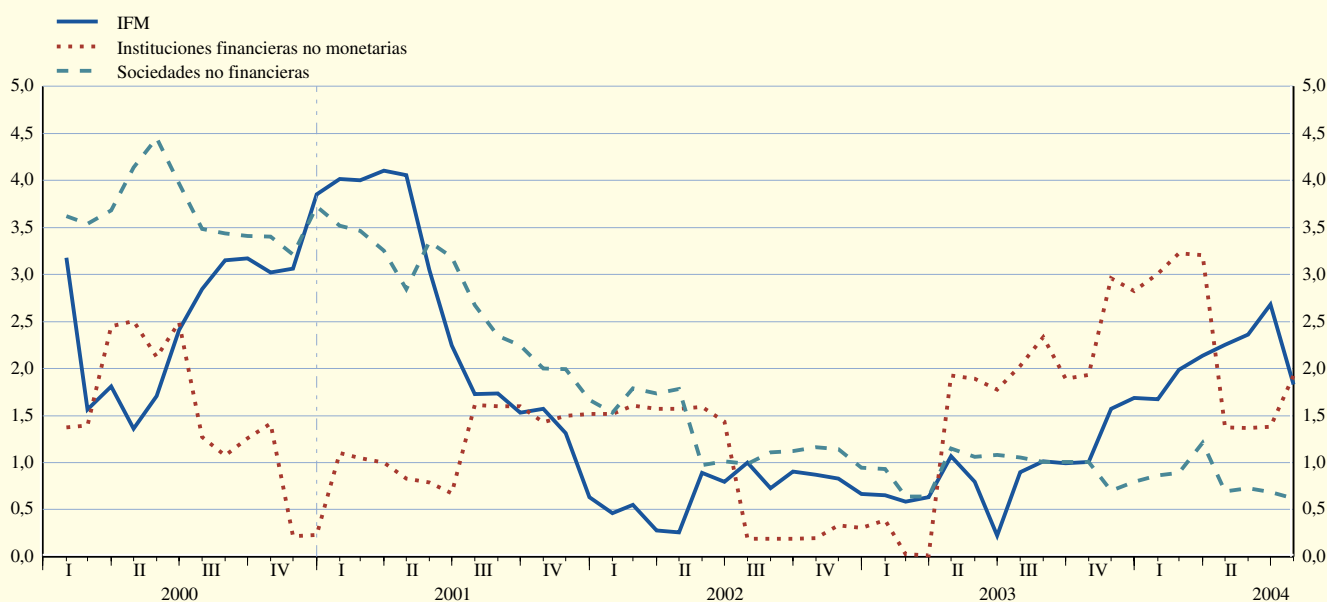
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento 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 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	3.790,2	102,6	1,1	583,5	2,7	362,0	1,4	2.844,8	0,7
Jul	3.679,7	102,6	0,9	563,3	1,8	354,0	1,9	2.762,4	0,6

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

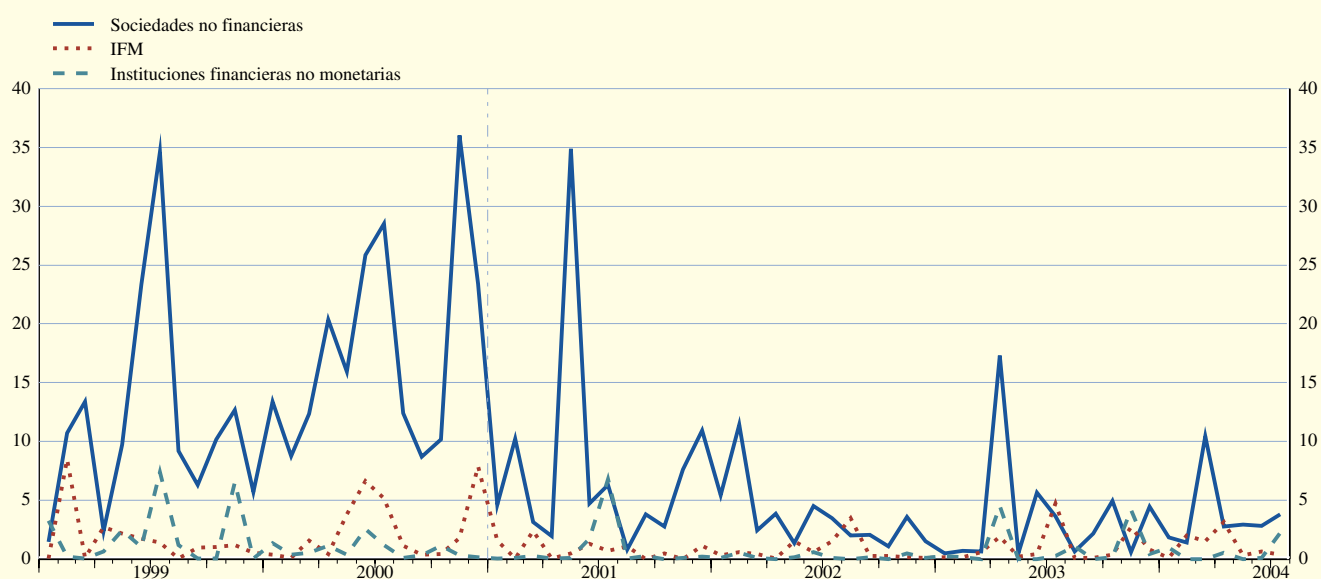
(mm de euros; valores de mercado)

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 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	3,6	1,9	1,7	0,7	1,6	-1,0	0,1	0,0	0,1	2,8	0,2	2,6
Jul	6,4	3,5	2,9	0,4	0,0	0,3	2,2	0,0	2,2	3,8	3,5	0,3

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 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	2,40	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,79	1,98
Jul	0,70	1,91	2,21	2,53	1,99	2,55	0,85	2,00	2,56	3,71	1,99

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación de tipo y hasta 1 año		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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	9,55	7,18	6,70	8,30	7,99	3,42	4,11	4,81	4,69	4,20	3,93	4,94	5,01
Jul	9,57	7,23	6,89	8,41	8,12	3,46	4,15	4,81	4,69	4,21	4,03	4,92	5,02

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 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	3,26	4,08
Jul	5,34	4,03	4,86	4,65	3,03	3,28	4,25

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)

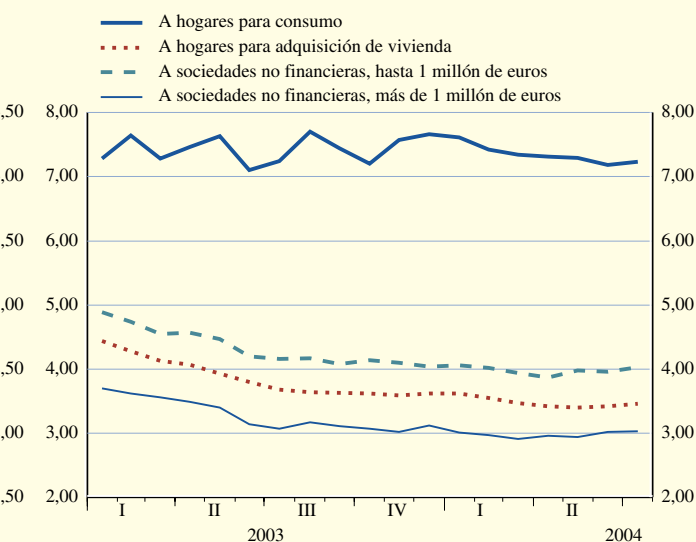
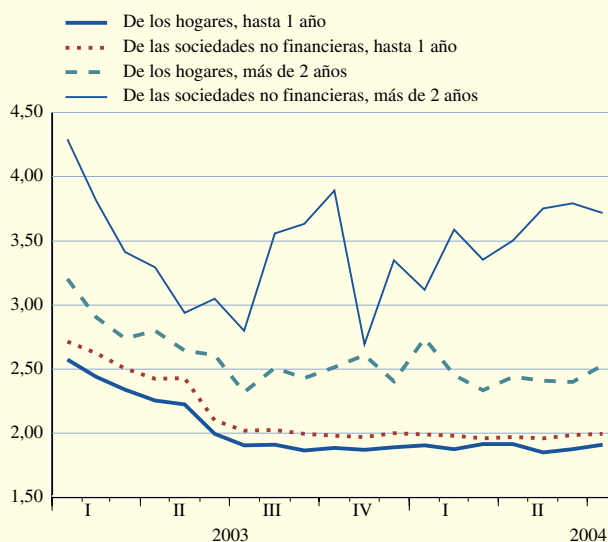
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2003 Ago	0,68	2,04	3,43	1,99	2,88	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
Jul	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,85	2,10	4,04	1,96

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 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	4,47	3,89	4,53
Jul	4,90	4,63	4,94	7,93	6,99	5,76	4,47	3,88	4,50

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)



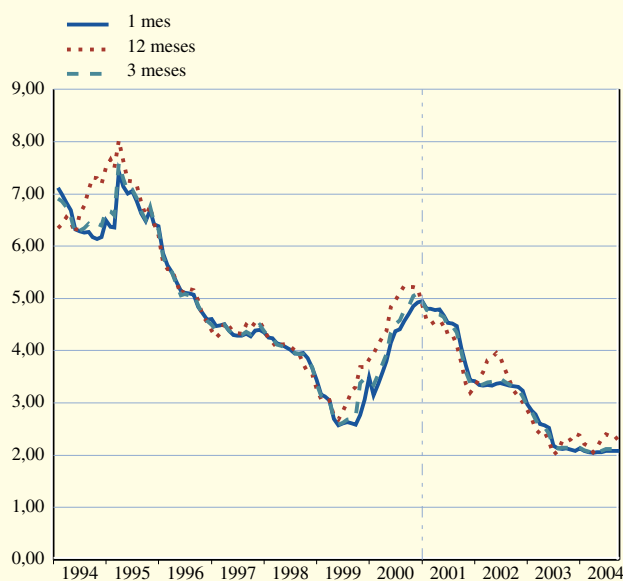
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

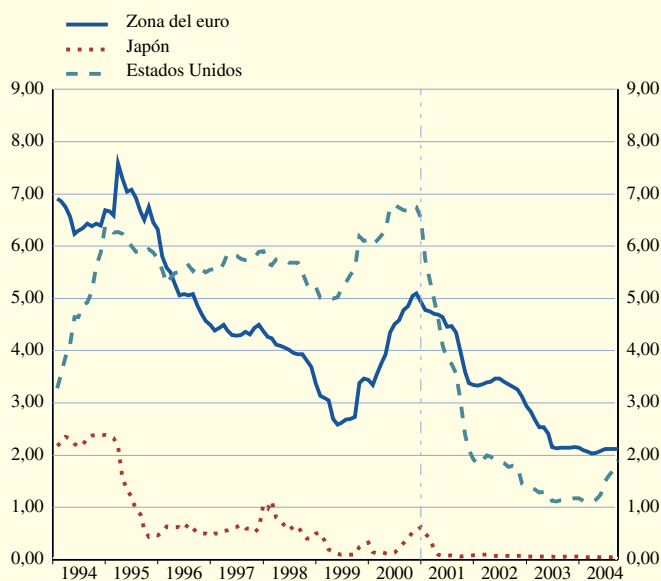
(en porcentaje; medias del período)

	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 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
III	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
2003 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
Sep	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	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.

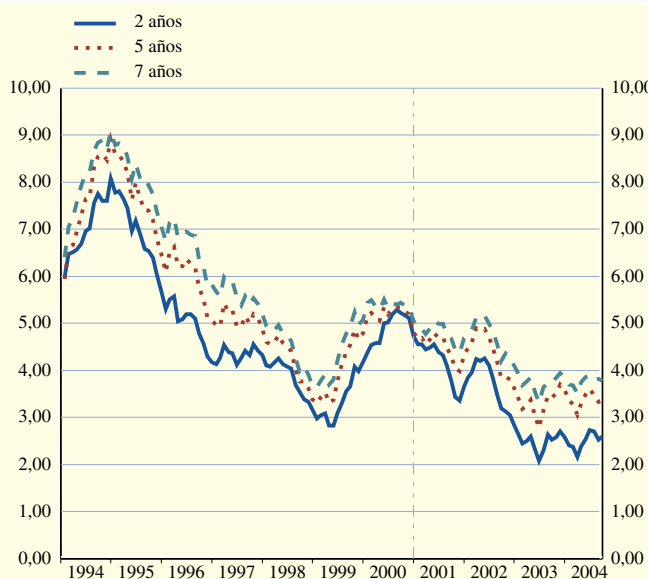
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

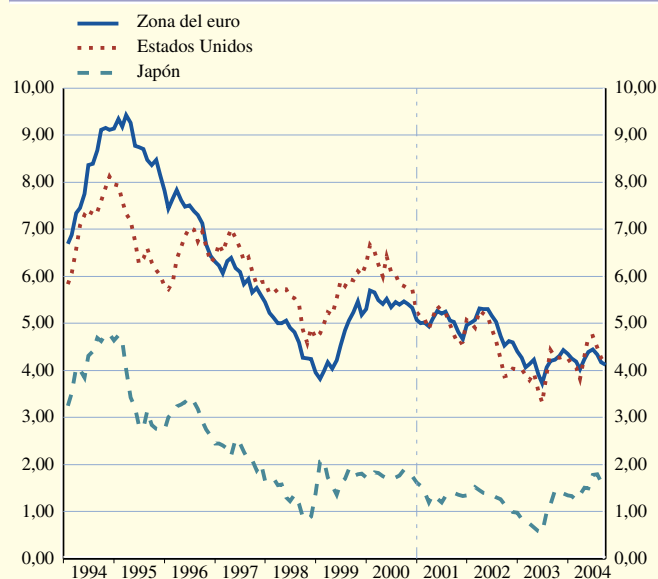
(en porcentaje; medias del período)

	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 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
III	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
2003 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
Sep	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50

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.

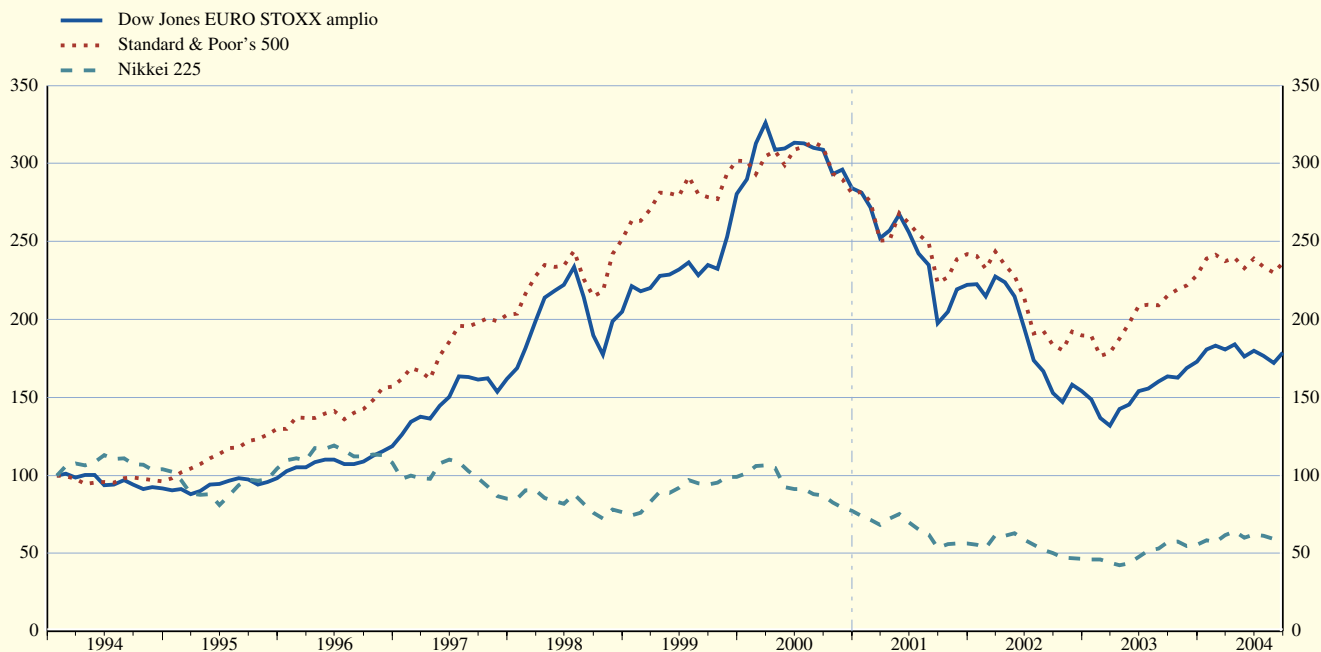
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	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	4.049,7	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,6	309,6	541,2	540,2	1.193,8	12.114,8
2002	260,0	3.052,5	267,5	175,0	266,5	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,8	9.312,9
2003 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	233,0	2.614,3	233,7	155,2	219,0	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,0	10.423,3
2004 I	251,6	2.846,5	245,0	163,8	226,8	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,6	10.995,7
II	249,8	2.794,7	244,7	164,7	229,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
III	244,0	2.708,7	246,8	158,9	218,6	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,5	11.152,3
2003 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	210,7	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	239,6	2.702,2	242,0	158,9	216,5	274,5	230,1	247,9	320,2	231,0	374,4	331,5	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	250,5	2.829,0	240,3	161,8	229,1	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.437,8
Abr	255,0	2.860,9	247,6	167,2	230,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	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
Sep	248,0	2.748,6	251,1	159,6	216,5	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,7	11.076,8

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 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⁾	115,9	2,3	2,1	2,7	0,3	0,1	-0,3	0,3	1,5	0,3
Sep	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 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
Ago	2,1	3,6	-0,2	2,1	0,9	6,5	2,5	2,0	2,9	-2,5	2,6	5,2

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	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 III	103,2	1,1	0,5	0,0	0,3	1,2	0,6	1,3	3,1	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	1,6	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	.	2,5	28,8	20,9	29,3
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,9	11,9	33,3
2004 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	2,8	0,6	1,4	0,6	1,6	5,4	-	2,8	35,9	21,1	30,9
Jun	105,5	2,4	1,9	3,3	0,7	1,6	0,6	1,8	4,4	-	2,9	27,8	21,9	29,3
Jul	106,0	2,9	2,2	4,2	0,8	1,6	0,8	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
Ago	106,4	3,1	2,3	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,4	-	3,5	25,5	11,0	34,1
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	30,5	6,9	35,0

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	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,7	2,2
2001	103,5	3,6	3,7	3,0	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,1	3,7	4,0	3,5	2,7
2003	110,4	2,8	2,7	3,2	2,9	3,3	2,7	2,4
2003 II	110,2	3,3	3,1	3,8	3,4	3,8	3,2	2,4
III	110,8	2,8	2,7	3,2	3,0	3,1	2,8	2,4
IV	111,3	2,1	2,1	2,4	2,1	2,6	2,2	2,2
2004 I	112,1	2,7	2,7	2,7	3,0	3,0	2,6	2,3
II	112,7	2,2	2,3	2,1	2,6	2,3	2,2	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					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios¹⁾								
2000	100,0	1,4	0,8	-0,3	1,7	0,4	3,7	1,7
2001	102,6	2,6	2,4	2,7	3,9	0,9	3,2	2,8
2002	104,8	2,2	-0,5	0,9	2,7	1,9	3,7	2,3
2003	107,0	2,1	4,0	1,3	3,6	1,7	2,1	2,4
2003 II	107,2	2,5	5,8	2,6	3,6	2,1	2,6	2,3
III	107,4	2,4	6,0	1,9	3,9	1,3	1,4	3,2
IV	107,3	1,6	3,4	0,4	3,5	2,0	2,0	1,6
2004 I	107,2	1,0	-4,2	0,8	2,6	0,4	1,3	1,6
II	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,5	1,8	2,3	2,8
2001	102,8	2,8	1,8	2,6	3,0	2,7	2,4	3,1
2002	105,4	2,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,0	2,7
2003	107,9	2,4	2,2	3,3	3,3	1,9	2,0	2,3
2003 II	107,7	2,5	3,8	3,5	3,9	2,4	2,5	1,8
III	108,4	2,5	1,9	3,3	3,6	1,5	1,6	3,2
IV	108,6	2,1	1,8	3,2	3,2	1,5	1,7	2,0
2004 I	109,3	2,1	-2,1	4,1	2,9	0,8	1,1	2,2
II	.	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo²⁾								
2000	100,0	1,3	1,2	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,9	1,8	-0,8	0,3
2002	100,5	0,3	3,2	1,6	0,1	0,7	-1,6	0,4
2003	100,8	0,3	-1,7	2,0	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
2003 II	100,5	0,0	-1,8	0,9	0,3	0,2	-0,1	-0,5
III	100,9	0,2	-3,9	1,4	-0,3	0,1	0,2	-0,1
IV	101,2	0,5	-1,5	2,8	-0,3	-0,5	-0,3	0,4
2004 I	101,9	1,1	2,2	3,3	0,4	0,4	-0,2	0,7
II	102,3	1,8	4,3	5,5	0,8	1,0	0,2	1,1

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	2,6	2,7	5,0	8,4
2001	102,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,1	2,5	2,1	2,3	2,1	1,8	-0,3	-1,6
2003	107,2	2,1	1,8	2,0	2,2	1,3	-0,6	-1,2
2003 II	106,9	2,1	1,8	1,9	2,3	1,3	-0,8	-1,8
III	107,6	2,1	1,8	2,0	2,7	1,3	-0,7	-1,6
IV	108,0	2,0	1,6	1,9	1,6	1,1	-0,7	-1,7
2004 I	108,5	2,0	1,5	1,6	1,6	1,7	-0,9	-2,4
II	109,2	2,1	2,0	1,9	1,5	2,8	0,4	0,0

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2000	6.576,1	6.519,0	3.763,2	1.307,2	1.420,2	28,4	57,1	2.448,1	2.391,0
2001	6.842,9	6.729,4	3.923,2	1.371,4	1.443,7	-8,8	113,4	2.563,8	2.450,4
2002	7.075,9	6.892,8	4.037,0	1.443,6	1.430,3	-18,1	183,1	2.600,3	2.417,2
2003	7.255,9	7.104,5	4.159,7	1.500,7	1.440,7	3,4	151,4	2.588,5	2.437,2
2003 II	1.802,3	1.768,7	1.035,5	373,7	358,7	0,8	33,6	635,3	601,7
III	1.821,5	1.775,0	1.043,3	379,3	359,8	-7,3	46,5	651,4	604,9
IV	1.835,3	1.795,3	1.048,2	378,5	364,0	4,6	39,9	655,4	615,5
2004 I	1.856,5	1.811,4	1.058,9	381,2	366,4	4,9	45,1	663,0	617,9
II	1.876,9	1.827,8	1.067,4	385,9	371,4	3,0	49,1	690,0	641,0
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,9	0,0	2,1	-	-
	<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2003 II	-0,2	-0,1	0,0	0,5	-0,1	-	-	-0,8	-0,6
III	0,5	0,0	0,2	0,6	0,0	-	-	2,5	1,3
IV	0,4	0,9	0,0	0,4	0,8	-	-	0,4	1,9
2004 I	0,6	0,2	0,6	0,1	-0,2	-	-	1,4	0,3
II	0,5	0,1	0,3	0,6	0,1	-	-	3,7	2,9
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2000	3,5	3,0	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,9	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,8	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,7	0,3
2003	0,5	1,2	1,0	1,7	-0,6	-	-	0,1	2,1
2003 II	0,1	1,1	1,1	1,7	-0,3	-	-	-1,4	1,1
III	0,3	0,9	0,9	1,8	-0,3	-	-	0,1	1,5
IV	0,7	1,4	0,6	1,5	-0,1	-	-	0,3	2,2
2004 I	1,3	1,1	0,9	1,6	0,5	-	-	3,5	2,9
II	2,0	1,3	1,1	1,7	0,7	-	-	8,1	6,5
	<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	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,6	-	-
2002	0,8	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,2	0,6	0,4	-0,1	0,4	-0,7	-	-
2003 II	0,1	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,9	-	-
III	0,3	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,1	-0,5	-	-
IV	0,7	1,4	0,3	0,3	0,0	0,7	-0,7	-	-
2004 I	1,3	1,0	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	-	-
II	2,0	1,3	0,6	0,4	0,1	0,1	0,7	-	-

Fuente: Eurostat.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.3.1.

2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2000	6.087,6	145,8	1.368,6	337,3	1.278,4	1.651,1	1.306,4	212,6	701,1
2001	6.351,3	151,3	1.407,2	351,7	1.348,0	1.726,1	1.366,9	222,1	713,7
2002	6.568,7	149,1	1.433,2	363,8	1.386,8	1.800,3	1.435,6	231,8	739,0
2003	6.737,8	152,4	1.440,0	374,8	1.415,2	1.873,9	1.481,5	240,6	758,6
2003 II	1.674,0	37,5	355,5	93,4	353,0	466,1	368,5	60,3	188,6
III	1.692,9	38,4	360,0	94,0	356,0	471,3	373,1	60,5	189,1
IV	1.703,0	38,9	363,2	95,4	356,9	475,4	373,3	60,4	192,6
2004 I	1.723,7	38,7	367,3	96,9	360,7	481,7	378,4	61,0	193,7
II	1.745,8	38,7	372,7	98,8	365,0	488,1	382,5	61,4	192,5
<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 II	-0,2	-2,0	-1,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,5	0,7
III	0,5	-0,9	0,9	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,5	0,1
IV	0,3	1,4	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,4	0,7
2004 I	0,7	2,7	1,0	0,2	0,8	0,5	0,2	-0,2	0,2
II	0,7	-0,3	1,1	0,5	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,7
<i>tasas de variación interanual</i>									
2000	3,8	-0,4	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,1	1,9
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,3	3,1	1,7	4,7	0,2
2002	0,9	1,0	0,2	-0,6	1,1	0,8	2,2	0,0	-0,4
2003	0,5	-3,6	0,0	-0,6	0,7	1,2	1,0	1,8	0,4
2003 II	0,2	-4,3	-1,1	0,1	0,6	0,9	0,8	2,6	0,9
III	0,4	-5,4	-0,6	-0,5	0,9	1,4	0,9	2,1	0,1
IV	0,7	-2,4	0,7	-0,4	0,5	1,0	1,1	0,5	0,5
2004 I	1,2	1,2	1,2	0,2	1,5	1,3	1,1	0,4	1,7
II	2,2	3,0	3,6	0,4	2,0	2,0	1,5	0,0	-0,8
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2000	3,8	0,0	1,0	0,1	1,0	1,2	0,6	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,8	0,3	-	-
2002	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2003 II	0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
III	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	-	-
IV	0,7	-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	-	-
II	2,2	0,1	0,8	0,0	0,4	0,5	0,3	-	-

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	5,2	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	0,2	-1,6	-0,4	-5,6	0,6	1,1	0,7	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	0,0	0,3	-0,1	-0,6	-4,3	0,1	2,9	-0,2	0,0
2003 II	-0,6	99,6	-0,8	-1,3	-0,8	-1,8	-1,5	-6,2	-0,6	2,0	0,8	-1,3
III	-0,4	100,1	-0,3	-0,6	-0,6	-1,3	0,1	-3,6	0,8	2,0	0,1	-0,5
IV	1,0	101,2	1,4	1,3	1,7	1,8	-0,1	-1,6	0,1	2,7	0,4	1,4
2004 I	1,0	101,3	1,0	1,0	1,1	0,4	0,7	1,4	0,5	2,2	1,0	1,0
II	2,3	102,2	2,7	2,8	2,4	4,2	1,2	2,7	0,9	2,6	-1,1	3,0
2004 Feb	1,1	101,4	0,9	1,3	2,2	-0,3	0,4	1,0	0,3	0,4	4,2	1,1
Mar	1,2	101,7	1,7	1,1	0,2	1,7	1,6	1,9	1,6	4,9	-1,7	1,4
Abr	0,9	101,9	1,6	1,5	1,8	2,1	0,6	2,4	0,2	2,0	-2,8	1,7
May	2,9	102,5	3,6	3,7	2,9	5,2	2,3	4,5	1,9	3,7	-2,1	4,0
Jun	3,1	102,3	3,0	3,1	2,5	5,2	0,8	1,4	0,7	2,0	1,5	3,5
Jul	.	102,6	2,1	2,2	2,9	3,8	-0,5	1,1	-0,8	0,9	.	2,4
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Feb	0,4	-	0,4	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,4	0,3	2,3	0,9	0,5
Mar	0,0	-	0,2	0,0	-0,9	0,9	0,2	-0,1	0,3	0,2	-2,9	0,3
Abr	0,1	-	0,3	0,4	1,2	0,8	-0,1	0,6	-0,2	-1,9	-0,7	0,4
May	0,6	-	0,6	0,6	-0,1	1,1	0,2	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,7
Jun	0,3	-	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-1,2	-0,4	0,4	3,0	-0,2
Jul	.	-	0,3	0,4	0,8	0,6	0,1	1,4	-0,1	-0,8	.	0,4

4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d.)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d.) miles ³⁾	Total
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
						Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	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	105,9	1,9	101,7	0,1	0,9	-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	1,8	102,3	1,1	1,6	-0,1	-1,8	0,2	892	-1,8
III	107,5	0,9	101,9	-0,4	1,2	-1,8	-5,0	-0,9	932	1,4
IV	107,9	1,0	101,7	-0,3	-0,1	-0,5	-3,5	0,0	924	-2,4
2004 I	108,4	0,6	102,5	0,5	-0,1	0,0	-1,8	2,0	912	0,9
II	108,7	1,0	102,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	2,0	923	3,0
2004 Mar	108,1	0,4	101,5	0,5	0,2	-0,1	-3,6	1,5	911	-0,6
Abr	108,9	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,2	2,0	926	4,6
May	108,0	0,6	100,4	-2,1	-1,7	-2,1	-3,6	0,3	920	4,1
Jun	109,2	1,4	102,9	1,5	0,8	1,7	1,9	3,7	923	0,6
Jul	108,9	1,0	102,9	0,8	0,6	0,9	0,3	2,5	904	-1,7
Ago	109,2	1,9	101,5	-0,3	-1,6	0,9	.	.	871	-9,5

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	114,1	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 III	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
IV	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,8	-7	-21	10	11	80,7	-14	-4	-13	30	-9
II	100,0	-5	-16	8	10	81,1	-15	-3	-15	32	-8
III	100,5	-4	-12	8	9	.	-14	-4	-13	29	-8
2004 Abr	100,1	-5	-16	9	11	80,7	-14	-3	-14	31	-7
May	100,3	-5	-18	7	10	-	-16	-4	-16	33	-9
Jun	99,7	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8
Jul	99,8	-4	-12	8	8	81,5	-14	-4	-14	30	-9
Ago	100,9	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
Sep	100,7	-3	-12	8	10	-	-13	-3	-12	28	-7

	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 III	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
IV	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 I	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	6	6	20
II	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	5	11	17
III	-16	-24	-7	-8	-10	14	0	11	5	11	18
2004 Abr	-17	-24	-9	-6	-7	15	4	11	6	11	16
May	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
Jun	-15	-24	-6	-10	-14	16	0	10	4	11	15
Jul	-16	-25	-7	-9	-10	15	-1	11	6	12	16
Ago	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	12	7	12	17
Sep	-16	-22	-9	-9	-11	16	0	11	3	9	20

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	134,153	0,1	0,1	0,2	-1,9	-2,0	-0,2	0,5	1,2	1,0
2003 II	134,079	0,2	0,2	0,1	-2,4	-2,0	0,2	0,4	1,0	1,3
III	134,114	0,2	0,1	0,4	-1,6	-2,0	-0,2	0,9	1,1	0,9
IV	134,177	0,2	0,1	0,6	-0,8	-2,0	-0,3	1,1	1,2	0,6
2004 I	134,173	0,1	0,0	0,4	-1,0	-2,1	-0,1	1,0	1,2	0,4
II	134,327	0,1	0,0	0,9	-1,0	-1,8	-0,2	0,9	1,5	0,3
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 II	0,142	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
III	0,035	0,0	-0,1	0,5	0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,4	-0,1
IV	0,063	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,2	0,6	0,1
2004 I	-0,004	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,4	0,1	0,1	0,4	0,1
II	0,154	0,1	0,0	0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,2

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		78,1		21,9		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	12,536	8,9	9,796	7,8	2,740	17,2	6,295	7,9	6,241	10,2
2003 II	12,567	8,9	9,814	7,8	2,753	17,2	6,312	7,9	6,255	10,2
III	12,576	8,9	9,839	7,8	2,737	17,2	6,318	7,9	6,258	10,2
IV	12,594	8,9	9,867	7,8	2,727	17,3	6,330	7,9	6,264	10,2
2004 I	12,637	8,9	9,879	7,8	2,758	17,5	6,349	7,9	6,288	10,2
II	12,733	9,0	9,957	7,9	2,776	17,6	6,400	8,0	6,332	10,3
2004 Mar	12,675	8,9	9,904	7,9	2,771	17,5	6,371	7,9	6,304	10,2
Abr	12,719	9,0	9,937	7,9	2,782	17,6	6,393	8,0	6,326	10,3
May	12,727	9,0	9,955	7,9	2,772	17,5	6,398	8,0	6,329	10,3
Jun	12,752	9,0	9,979	7,9	2,773	17,6	6,411	8,0	6,342	10,3
Jul	12,765	9,0	9,999	7,9	2,766	17,5	6,419	8,0	6,346	10,3
Ago	12,791	9,0	10,020	7,9	2,771	17,5	6,433	8,0	6,358	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	47,0	46,5	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,2	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,4
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	43,1
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	43,5
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	13,9	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	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	22,7	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	46,4
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	25,7	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	25,6	22,5	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,0
2000	48,7	44,8	10,6	4,7	4,1	25,4	22,2	2,0	0,5	4,1	2,5	1,4	0,1	44,6
2001	48,8	44,7	10,5	4,8	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,1	2,6	1,5	0,0	44,9
2002	48,9	45,0	10,7	4,9	3,7	25,8	22,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,5	0,0	45,2
2003	49,3	45,3	10,7	4,9	3,5	26,2	23,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,8

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1,5	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	5,0	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	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,7	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-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	-4,1	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,0	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-3,7	-0,4	-1,5	0,9	-2,6	6,4	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-3,7	-0,1	-3,2	-0,2	-2,3	2,8	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-4,6	0,4	-4,1	0,1	-2,4	0,8	-3,2	-1,1	-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	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,7	32,8	8,7	17,1	16,3
1996	76,2	2,8	17,4	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,8	31,0	11,8	13,9	18,8
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,9	2,9	14,3	6,8	49,0	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,5	2,7	13,2	6,1	48,5	44,3	23,5	9,2	11,7	26,2
2001	69,6	2,7	12,5	6,3	48,1	42,2	22,2	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,7	48,1	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	7,4	49,3	38,8	20,7	7,3	10,8	31,9

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,4	7,2	17,9	27,1	25,8	68,4	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,8	2,1
1996	76,2	63,9	6,0	5,7	0,5	12,2	64,0	5,3	20,5	25,9	29,8	74,0	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	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,7	3,2	15,5	27,7	29,7	70,8	2,0
2000	70,5	59,2	6,0	5,0	0,3	8,3	62,2	2,8	15,3	28,3	26,9	68,7	1,9
2001	69,6	58,2	6,2	4,9	0,3	8,8	60,7	1,5	16,0	26,5	27,1	68,0	1,5
2002	69,4	57,9	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,9	26,2	28,7	69,7	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	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	67,1	55,8	43,8
2002	105,8	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	66,6	58,4	42,6
2003	100,7	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,4	54,1	65,1	60,3	45,6

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	acreedores 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	1,8	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-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	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,1	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-1,9	-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	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,7	-1,8	-1,0	-1,1	3,9
2003	3,1	2,9	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,3	0,8	2,4	0,8	0,7	0,5	2,3

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	-5,2	2,5	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	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,1	0,1	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,1	-2,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,4

Fuente: BCE.

- 1) Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- 2) Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- 3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- 4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.
- 6) Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- 9) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- 10) Excluye derivados financieros.
- 11) 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	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
II	48,3	47,8	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	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
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	15,8	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	0,5	0,3	45,4
2002 I	42,7	42,3	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	46,5	45,9	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	42,0
III	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,6
IV	50,7	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	0,5	0,2	39,3
II	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
III	43,9	43,4	11,1	13,0	15,9	1,9	0,6	0,5	0,3	40,2
IV	51,1	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,7	1,1	0,3	45,4
2004 I	42,3	41,8	9,8	13,1	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,9
II	45,8	45,2	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,8

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

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

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

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

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financia- ción 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	9,2	34,1	7,1	-15,1	-17,0	3,8	13,0	-14,8	-12,3	4,2	-1,5	-2,1	-3,1	1,9
2003 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	5,4	12,2	2,9	-2,6	-7,1	0,8	6,3	0,8	-7,8	31,2	0,1	-21,6	-1,1	-7,1
Jul	3,1	13,7	1,3	-5,6	-6,3	1,2	4,3	-11,8	-8,3	-30,5	-0,9	27,2	0,6	7,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Jul	51,6	128,0	11,2	-31,5	-56,2	17,2	68,8	-45,1	-74,2	-35,9	-2,5	46,8	20,7	-23,7

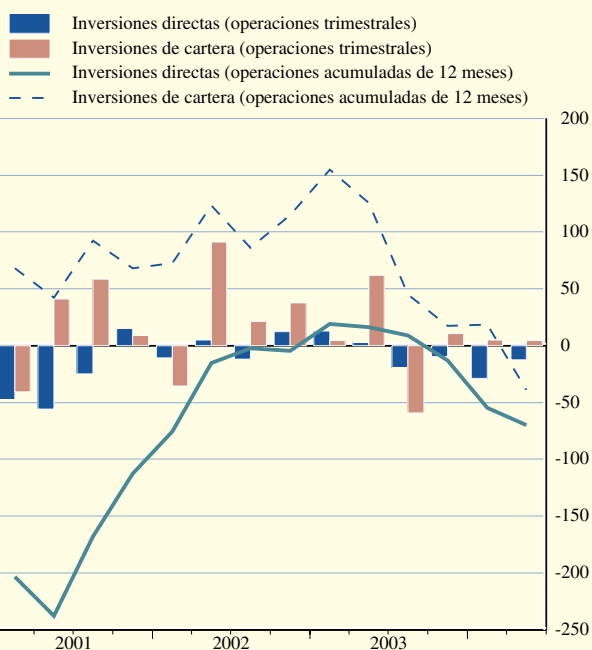
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

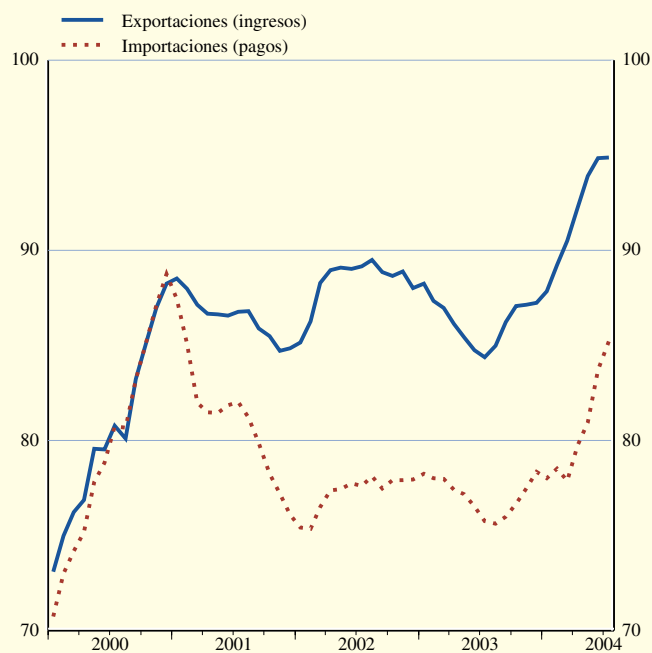
2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 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	446,7	431,4	15,3	284,6	251,1	84,5	80,4	57,5	67,4	20,1	32,5
2003 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	148,9	148,5	0,4	93,9	85,5	28,2	27,1	19,7	24,2	7,1	11,7
Jul	147,9	146,0	1,8	94,5	86,5	26,8	26,8	20,8	21,1	5,8	11,7

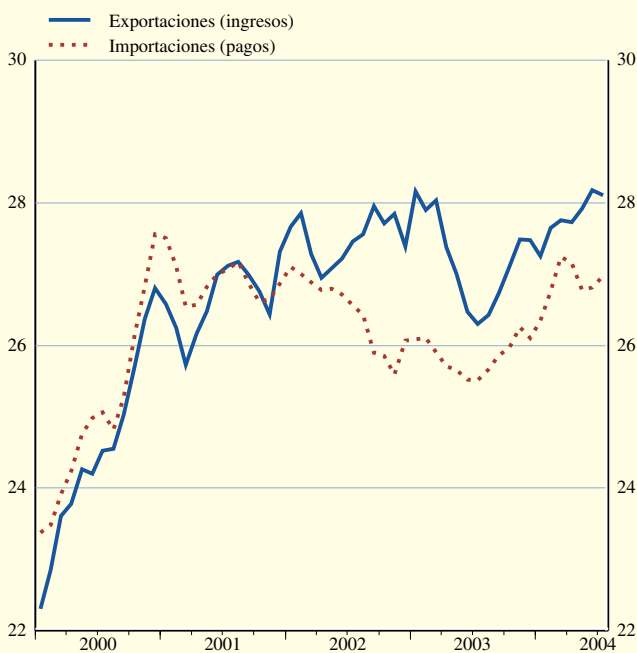
C29 Bienes

(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	447,2	438,0	9,2	286,2	252,1	84,5	77,4	61,5	76,5	14,9	31,9	5,0	1,2
2003 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	157,5	152,1	5,4	99,7	87,5	29,8	26,9	22,8	25,4	5,2	12,3	1,3	0,5
Jul	154,7	151,6	3,1	98,3	84,6	30,6	29,3	20,8	26,4	5,0	11,3	1,7	0,6

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	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7				
III	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8				
IV	21,2	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	-20,8	-22,9	-3,1	-19,9	2,2	0,0	2,2	8,4	8,8	0,7	8,1	-0,4	0,0	-0,4
2003 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	-11,9	-12,5	-2,9	-9,5	0,6	0,0	0,6	4,1	3,6	0,1	3,5	0,5	-0,1	0,6
Jul	-11,3	-9,6	0,2	-9,8	-1,7	0,0	-1,7	3,1	5,1	0,2	4,9	-2,0	-0,1	-2,0

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	-61,2	65,4	-22,0	2,0	-39,2	-30,7	-8,5	63,4	64,4	-1,0
2003 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	-12,6	43,8	-15,0	15,1	2,3	-5,3	7,6	28,7	24,7	4,1
Jul	-33,0	2,5	-2,9	9,1	-30,1	-12,3	-17,8	-6,6	-3,2	-3,4

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	-7,1	.	.	0,4	-8,1	-23,0	.	.	0,0	-11,2	2,7	.	.
2003 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	-5,3	-	-	0,1	-0,3	-5,0	-	-	0,2	3,9	3,5	-	-
Jul	0,0	-9,0	6,2	-	-	-0,3	-11,1	-0,9	-	-	0,3	-17,7	-0,4	-	-

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	-22,9	20,9	0,4	1,9	-4,2	-3,9	1,8	-8,7	24,3	-8,2	2,9	-0,6	21,4	-10,4	7,0	-7,2
2003 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	19,2	-40,8	0,0	1,4	-3,4	-3,3	1,6	28,0	-41,7	-1,8	2,2	29,9	-43,9	-5,5	-2,4	-1,9
Jul	56,8	-29,6	-0,3	1,8	-0,4	-0,6	-0,4	47,3	-12,2	6,9	-6,5	40,4	-5,7	10,2	4,7	-18,7

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 partici- paciones	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.

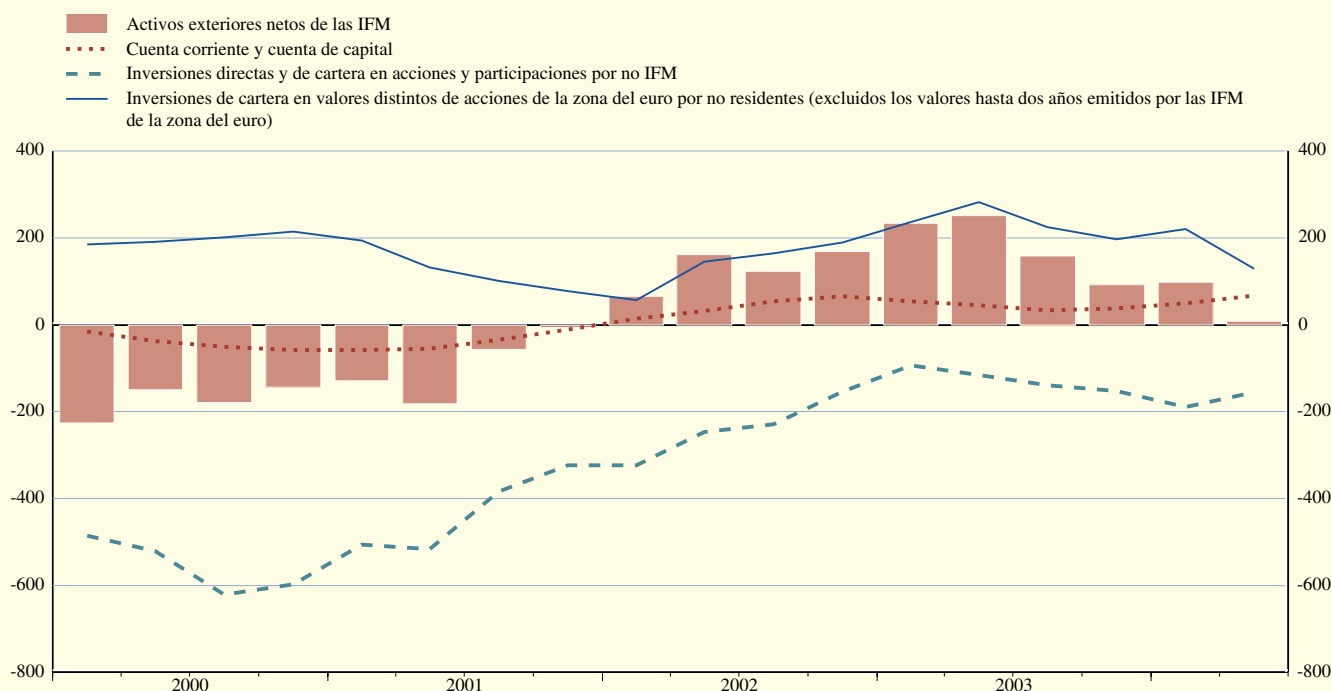
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ¹⁾	Valores distintos de acciones ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	168,5
2003	38,3	-122,3	105,5	-180,7	108,7	196,7	-83,0	19,0	-13,1	12,2	81,3	93,3
2003 II	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	29,6	144,9	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,8	95,9
III	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,5	-12,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-59,6	-56,5
IV	24,7	-29,4	17,1	-40,1	42,1	20,4	-1,0	6,1	-4,1	-21,2	14,6	20,3
2004 I	16,2	-19,1	-2,7	-50,1	3,6	68,0	-21,2	17,1	6,2	-2,2	15,9	38,7
II	13,0	-17,7	8,5	-27,4	2,1	53,5	-14,6	-5,4	-1,5	1,9	12,3	5,4
2003 Jul	3,6	-8,5	5,9	-20,1	9,7	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,3	-38,5
Ago	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,7	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-36,0	-31,9
Sep	5,9	-18,1	8,3	-11,5	19,0	13,5	-0,8	-1,7	0,4	1,0	15,8	14,0
Oct	9,2	-13,1	1,6	-22,7	17,4	40,3	-10,5	-2,5	1,6	-9,1	12,1	11,5
Nov	4,4	1,7	3,2	-10,8	11,3	10,4	-1,4	10,4	0,6	-17,6	12,2	18,3
Dic	11,1	-18,0	12,3	-6,6	13,5	-30,2	10,8	-1,8	-6,3	5,5	-9,6	-9,5
2004 Ene	-2,8	-9,8	0,2	-14,9	-6,9	35,9	-7,8	-10,9	2,9	22,5	8,3	22,0
Feb	7,3	-4,3	13,4	-10,2	18,1	12,4	-3,9	-0,6	0,9	-24,0	9,1	8,6
Mar	11,7	-5,0	-16,3	-25,0	-7,5	19,7	-9,5	28,6	2,4	-0,7	-1,6	8,1
Abr	1,0	-7,6	4,9	-10,4	-15,7	32,6	-2,9	-0,3	0,0	7,5	9,2	6,2
May	5,7	-1,2	-0,6	-10,1	3,1	-6,8	-2,9	-4,7	-1,6	1,4	-17,6	-19,2
Jun	6,3	-9,0	4,2	-6,9	14,7	27,7	-8,9	-0,4	0,1	-7,1	20,8	18,4
Jul	4,3	-11,5	3,1	4,9	4,7	-6,0	9,8	-19,1	-0,9	7,5	-3,3	-0,8
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2004 Jul	68,8	-100,1	33,5	-139,0	70,3	137,7	-21,7	-4,1	-2,5	-23,7	19,3	45,6

C31 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación 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	182,8	220,9	743,6	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	1.083,6	512,5	227,8	309,3	948,7	984,4	559,2	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,5	0,0	1.055,5	497,5	220,9	298,4	918,0	983,2	549,9	161,8	239,3	709,0	108,1
2003 I	-1,0	3,8	265,3	125,7	54,9	75,5	230,6	249,6	142,7	41,3	58,7	178,1	29,6
II	-5,9	-2,9	257,2	122,3	52,6	72,6	224,7	242,8	134,7	39,8	59,8	177,1	25,1
III	-2,5	-1,7	264,3	124,9	56,0	74,7	231,2	242,3	134,8	39,0	59,8	174,8	26,8
IV	-0,7	0,9	268,6	124,7	57,4	75,7	231,4	248,5	137,7	41,7	61,0	179,1	26,7
2004 I	4,7	-0,3	276,7	130,1	58,2	75,3	241,2	249,5	136,6	40,9	61,8	181,3	26,1
II	11,7	8,6	285,9	134,1	58,9	78,6	246,0	261,1	143,8	43,2	61,4	184,7	29,3
2004 Feb	3,1	0,8	92,9	43,4	19,9	25,1	80,8	83,8	46,1	14,2	20,6	60,8	8,0
Mar	13,2	5,0	93,6	44,3	19,5	25,8	81,2	84,0	46,0	13,5	20,8	60,3	9,6
Abr	10,3	5,4	95,7	45,1	20,0	26,1	83,6	86,6	47,7	14,9	20,7	62,0	8,9
May	8,8	5,5	94,6	44,1	19,4	25,9	80,7	85,9	47,2	14,2	20,2	61,1	9,6
Jun	15,9	15,2	95,6	44,9	19,5	26,6	81,8	88,6	48,9	14,2	20,5	61,6	10,7
Jul	6,9	8,5	95,4	45,1	20,0	26,2	83,1	89,7	49,6	13,8	21,1	63,6	10,6
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	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9
2001	5,2	-0,8	105,0	102,1	108,3	108,0	105,5	98,9	99,2	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,5	108,0	105,1	105,7	115,3	108,3	98,5	98,9	90,2	104,4	96,7	100,6
2003	0,7	3,4	108,7	105,1	106,7	114,7	108,6	101,6	99,9	95,1	110,0	99,6	103,2
2003 I	1,9	4,1	107,9	104,6	104,3	114,9	107,5	100,3	99,3	95,6	106,9	98,5	96,4
II	-2,2	2,4	106,1	103,4	102,1	111,8	106,3	101,6	99,8	94,0	110,0	99,7	103,5
III	0,6	1,8	109,4	106,1	108,8	115,2	109,9	100,9	99,3	92,1	110,2	98,7	108,3
IV	2,7	5,0	111,6	106,2	111,7	116,8	110,6	103,6	101,2	98,7	113,1	101,6	104,6
2004 I	7,8	4,6	115,8	111,5	114,6	116,9	115,8	105,2	100,6	99,2	115,8	103,7	100,7
II	11,6	5,4	117,9	113,4	115,3	119,8	116,8	106,1	100,5	102,9	114,1	103,8	101,2
2004 Feb	6,8	6,4	117,2	112,0	117,3	116,9	116,8	106,5	102,1	103,5	116,0	104,7	93,3
Mar	15,9	8,7	117,3	113,4	115,9	120,1	116,7	105,7	100,4	98,1	116,7	103,1	109,2
Abr	11,3	6,0	118,9	115,0	117,4	119,9	119,4	107,5	102,2	107,0	116,7	105,3	97,6
May	8,8	1,2	117,1	111,9	114,1	118,1	115,0	105,0	98,8	101,5	112,8	103,0	101,5
Jun	14,6	9,2	117,6	113,1	114,3	121,4	116,1	105,9	100,4	100,1	112,9	103,2	104,6
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	97,2	97,2	94,5	99,4	97,3	100,1
II	-3,7	-5,2	96,8	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,4	92,6	98,5	95,5	78,9
III	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,1	93,8	91,9	92,6	98,3	95,2	80,5
IV	-3,3	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,6	93,7	92,1	92,5	97,8	94,9	83,3
2004 I	-2,9	-4,7	95,4	94,8	93,9	98,1	95,2	92,7	91,9	90,2	96,6	94,0	84,6
II	0,1	3,0	96,8	96,1	94,5	99,9	96,2	96,2	96,9	92,0	97,5	95,7	94,0
2004 Feb	-3,4	-5,2	94,9	94,4	94,1	97,8	94,8	92,3	91,6	89,9	96,4	93,7	83,9
Mar.	-2,3	-3,4	95,6	95,2	93,1	98,1	95,4	93,1	92,9	90,3	96,8	94,4	86,1
Abr	-0,9	-0,6	96,4	95,6	94,5	99,3	96,0	94,5	94,7	91,6	96,5	95,0	89,2
May	0,0	4,2	96,8	96,1	94,5	100,0	96,2	96,0	96,9	91,6	97,5	95,7	92,6
Jun	1,1	5,5	97,3	96,7	94,5	100,2	96,6	98,1	98,9	92,8	98,5	96,3	100,3
Jul	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.3 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	34,4	153,6	56,4	47,0	125,1
2001	1.062,3	202,3	37,0	24,4	105,9	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,0
2002	1.083,6	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,2
2003	1.055,5	193,1	38,6	24,8	117,4	63,2	166,2	31,2	170,4	59,4	37,8	153,4
2003 I	265,3	49,1	9,6	6,3	28,4	16,5	43,1	7,8	42,7	14,7	10,4	36,8
II	257,2	47,0	9,5	6,1	29,2	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,6
III	264,3	48,0	9,7	6,3	30,2	15,3	41,4	7,8	43,3	15,3	9,1	38,1
IV	268,6	49,1	9,8	6,1	29,6	15,8	41,4	8,1	43,0	14,9	8,9	41,9
2004 I	276,7	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,5	8,4	46,4	15,1	9,5	42,8
II	285,9	50,1	10,3	6,2	31,3	16,2	44,0	8,1	47,1	16,1	9,8	46,7
2004 Feb	92,9	16,9	3,3	2,0	10,4	5,1	14,3	2,8	15,6	4,9	3,1	14,5
Mar	93,6	16,1	3,4	2,0	10,5	5,2	14,5	2,8	15,3	5,0	3,1	15,6
Abr	95,7	16,8	3,4	2,1	11,1	5,5	14,8	2,7	15,8	5,5	3,2	14,7
May	94,6	16,5	3,5	2,0	10,5	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
Jun	95,6	16,8	3,4	2,1	9,7	5,4	14,7	2,8	15,8	5,7	3,2	16,0
Jul	95,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,3	3,7	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,8	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,1	73,8	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	140,1
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,6	52,7	204,7	67,8	39,4	140,4
2003	983,2	137,8	36,7	23,0	101,9	50,4	110,3	51,9	215,5	68,5	39,5	147,6
2003 I	249,6	35,8	9,2	5,9	24,6	13,1	28,4	13,3	53,4	18,4	9,7	37,7
II	242,8	34,3	9,1	5,8	25,3	12,5	28,1	13,2	52,9	16,9	9,7	35,1
III	242,3	33,7	9,1	5,6	25,1	12,4	27,2	12,6	53,0	16,7	9,7	37,3
IV	248,5	34,0	9,3	5,7	26,9	12,4	26,6	12,8	56,3	16,5	10,5	37,5
2004 I	249,5	33,4	9,3	5,9	27,0	12,7	26,1	13,3	55,2	16,4	10,6	39,6
II	261,1	34,1	9,6	5,7	26,1	13,2	29,7	12,6	62,5	16,9	10,6	40,0
2004 Feb	83,8	11,3	3,2	2,0	9,1	4,3	8,8	4,4	18,6	5,2	3,5	13,5
Mar	84,0	10,9	3,1	2,1	9,0	4,2	8,6	4,5	18,9	5,7	3,6	13,3
Abr	86,6	11,2	3,1	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,3	5,2	3,7	12,7
May	85,9	11,3	3,2	1,9	8,5	4,4	9,8	4,2	20,6	5,6	3,4	13,1
Jun	88,6	11,6	3,3	1,9	7,9	4,4	9,7	4,2	21,6	6,2	3,5	14,3
Jul	89,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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	15,0
Saldo												
2000	-21,7	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-8,1
2001	48,0	47,8	1,4	2,3	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-4,1
2002	99,2	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,7
2003	72,3	55,4	1,9	1,8	15,5	12,8	55,9	-20,7	-45,1	-9,1	-1,7	5,8
2003 I	15,7	13,3	0,4	0,4	3,8	3,4	14,7	-5,6	-10,7	-3,7	0,6	-1,0
II	14,5	12,7	0,4	0,4	3,9	3,0	12,2	-5,6	-11,5	-2,4	-0,2	1,5
III	22,0	14,3	0,5	0,7	5,1	2,9	14,2	-4,8	-9,8	-1,4	-0,6	0,8
IV	20,1	15,0	0,5	0,4	2,7	3,4	14,8	-4,7	-13,3	-1,6	-1,6	4,4
2004 I	27,1	15,6	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-4,9	-8,7	-1,3	-1,0	3,2
II	24,8	16,0	0,6	0,5	5,2	3,0	14,2	-4,6	-15,4	-0,8	-0,8	6,7
2004 Feb	9,1	5,6	0,1	0,0	1,3	0,8	5,6	-1,6	-3,0	-0,4	-0,4	1,0
Mar	9,7	5,2	0,2	-0,1	1,6	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,7	-0,5	2,4
Abr	9,1	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,5	0,4	-0,4	2,1
May	8,7	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,1	-0,7	0,0	2,9
Jun	7,0	5,3	0,1	0,2	1,8	0,9	4,9	-1,4	-5,8	-0,5	-0,4	1,8
Jul	5,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

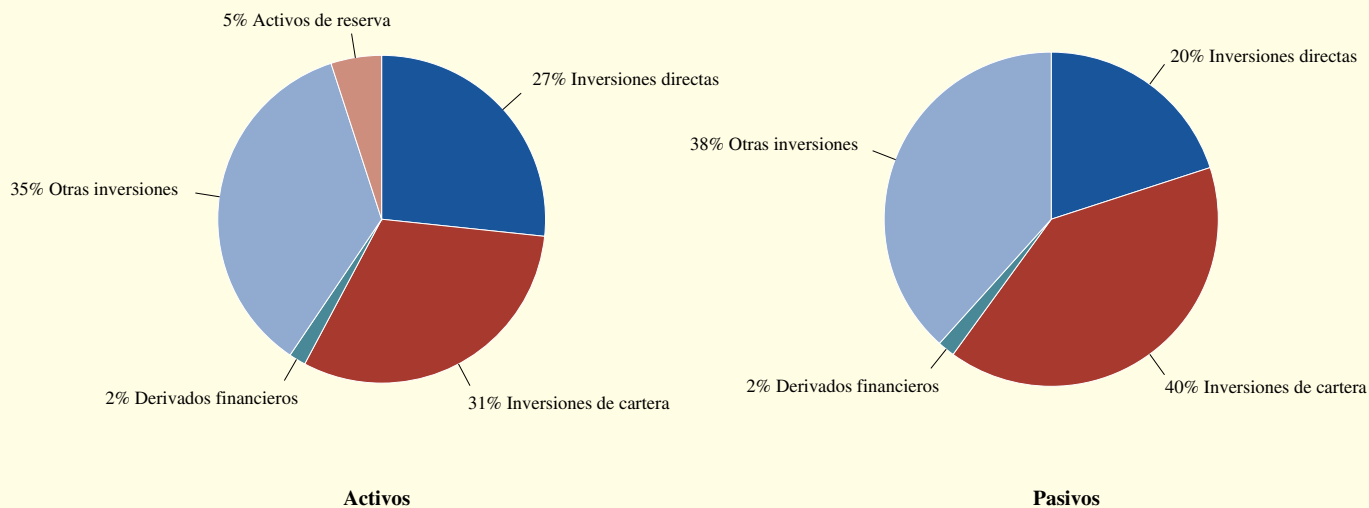
7.4 Posición de inversión internacional

(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	110,1	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,9	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 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
Ago	301,7	131,9	392,222	4,6	21,7	143,4	8,3	30,2	104,7	-	-	-	0,2	0,0	20,5	-8,7
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 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
Ago	37,5	8,3	24,656	0,2	0,0	29,0	1,2	5,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-0,9

Fuente: BCE.

TIPOS DE CAMBIO

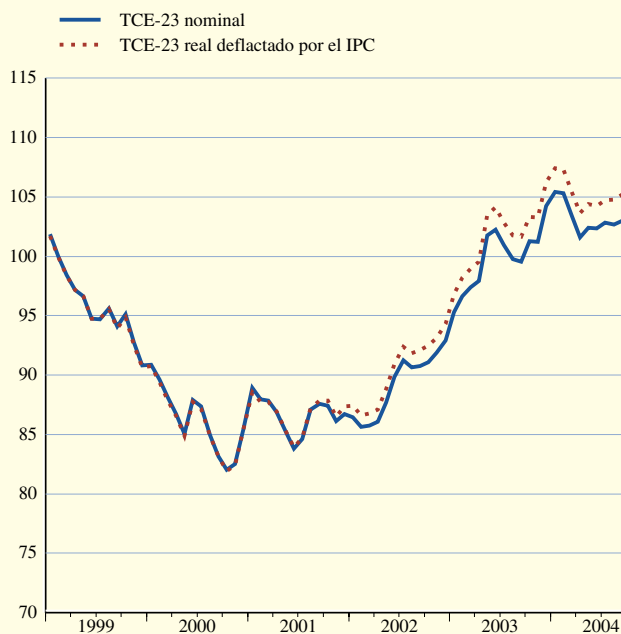
8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

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

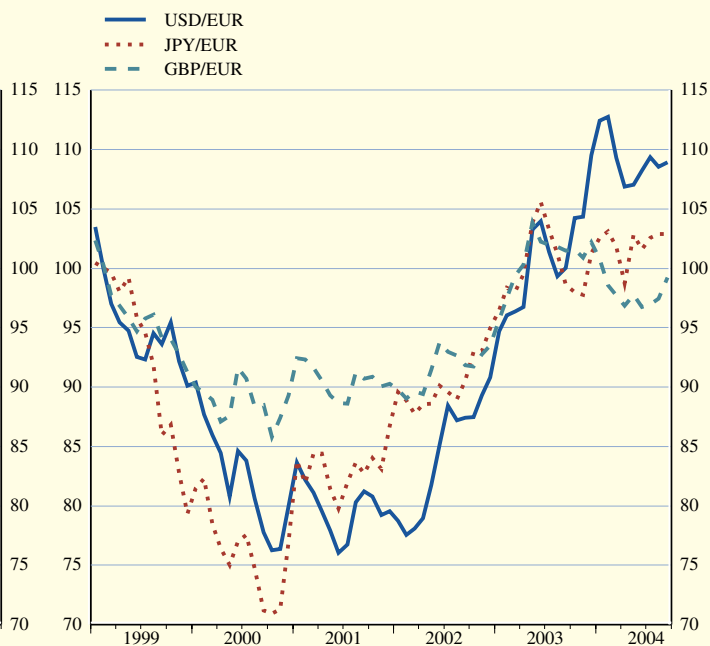
C33 Tipos de cambio efectivos

(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 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
2004 I	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 II	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
2004 III	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 Sep	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1.411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
2003 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
2003 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
2003 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
2003 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Sep	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
	% variación sobre mes anterior														
2004 Sep	0,3	1,8	0,0	0,3	-1,0	-0,4	0,3	0,0	-0,8	-1,5	0,3	1,5	0,7	-0,4	1,8
	% variación sobre año anterior														
2004 Sep	8,9	-2,2	4,3	-0,3	0,3	7,4	9,1	0,1	5,8	2,9	2,0	2,5	-1,3	-3,6	-2,7

	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 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
2004 I	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 II	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
2004 III	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 Sep	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1.807.510
2003 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
2003 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
2003 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
2003 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Sep	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1.838.497
	% variación sobre mes anterior												
2004 Sep	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,4	0,4	-1,3	0,0	-0,2	0,0	0,3	2,1
	% variación sobre año anterior												
2004 Sep	-1,2	-2,3	0,0	-3,1	0,0	3,6	0,3	-2,0	2,0	-3,5	0,5	8,3	18,9

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
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
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6	.	.	.
2004 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	3,2	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
Ago	3,2	0,9	3,9	2,8	7,8	2,2	7,2	2,5	4,9	3,7	7,0	1,2	1,3
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4	.	.	.
Déficit (-)/superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	-5,9	2,0	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,7	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,2	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,7	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,6	59,1	71,1	45,4	29,5	42,6	52,0	39,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2004 Mar	4,50	4,10	-	5,17	4,98	4,64	8,04	4,70	6,65	4,99	5,09	4,31	4,76
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
Ago	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2004 Mar	2,05	2,14	2,62	3,83	4,33	2,67	12,25	2,93	5,49	5,62	5,71	2,37	4,30
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	-	2,94	6,34	4,03	3,96	2,15	4,86
Ago	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,17	4,96
PIB real													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,8	1,3	3,4	4,4	2,1	1,8
2003	3,1	0,5	5,1	2,0	7,5	9,7	2,9	0,2	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 IV	3,3	1,4	6,1	3,1	7,5	12,2	3,6	2,1	.	2,5	4,7	2,4	2,9
2004 I	3,1	1,5	7,0	3,6	8,8	7,1	4,2	2,3	.	3,8	5,5	2,8	3,4
II	.	2,5	.	4,1	7,7	7,5	4,0	-1,5	.	4,6	5,4	3,5	3,6
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,1	-9,9	-4,7	-6,5	-4,8	-6,9	-0,9	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	2,7	-12,7	-3,4	-7,6	-6,5	-9,0	-5,4	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,7
2003 IV	-10,0	1,5	-15,9	-4,9	-8,6	-9,5	-9,0	-9,1	-1,5	-2,3	-0,6	6,4	-1,7
2004 I	-2,4	3,1	-11,5	-12,6	-8,5	-8,9	-9,8	-7,0	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,0
II	-5,8	3,6	-20,4	-11,1	-16,7	-10,6	-10,3	0,1	-2,9	-2,6	-6,4	7,9	-2,8
Costes laborales unitarios													
2002	-	1,8	4,1	-	-0,4	-1,2	9,0	-	-	6,0	4,4	0,8	3,4
2003	-	2,2	4,6	-	4,9	1,5	6,8	-	-	4,8	6,6	0,5	.
2003 IV	-	1,0	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 I	-	2,1	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
II	-	1,0	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
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
2004 I	8,5	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	8,5	5,9	9,1	4,3	10,6	11,3	5,9	8,9	18,9	6,4	16,2	6,4	4,7
III	.	.	.	.	.	.	6,0	.	.	.	.	.	.
2004 May	8,4	5,9	9,1	4,2	10,6	11,3	5,9	8,9	18,9	6,3	16,3	6,6	4,7
Jun	8,5	5,9	9,0	4,4	10,6	11,2	5,9	8,8	18,8	6,3	16,1	6,4	4,7
Jul	8,5	5,8	8,8	4,5	10,6	11,2	5,9	8,7	18,8	6,2	15,9	6,3	.
Ago	8,5	.	8,7	4,5	10,6	11,0	6,0	.	18,7	6,2	15,7	6,2	.
Sep	.	.	.	.	.	.	6,0	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

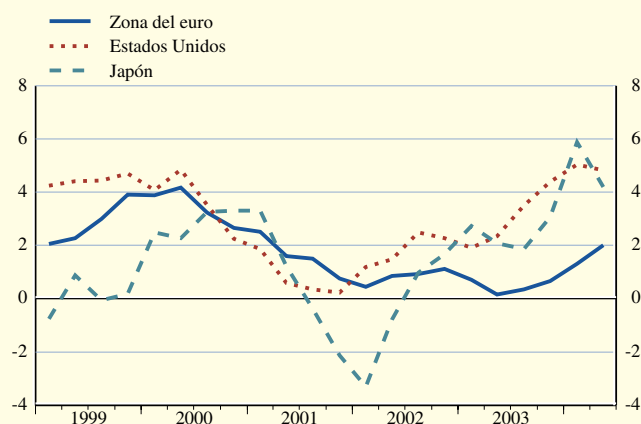
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 % de 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 (+) presupuestario 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	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,9
2003 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	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,9
2004 I	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,6	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,7
II	2,9	-2,5	4,8	5,9	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	.	.
III	.	.	.	.	.	.	1,75	4,29	1,2220	.	.
2004 May	3,1	-	-	6,2	5,6	6,0	1,25	4,70	1,2007	-	-
Jun	3,3	-	-	5,9	5,6	5,7	1,50	4,73	1,2138	-	-
Jul	3,0	-	-	6,1	5,5	4,6	1,63	4,48	1,2266	-	-
Ago	2,7	-	-	6,5	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	1,90	4,13	1,2218	-	-
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	2,4	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 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	-6,7	4,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 May	-0,5	-4,5	-	4,6	4,6	2,0	0,05	1,49	134,48	-	-
Jun	0,0	-8,0	-	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	-	-
Jul	-0,1	.	-	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
Ago	-0,2	.	-	9,9	.	1,8	0,05	1,63	134,54	-	-
Sep	.	.	-	.	.	.	0,05	1,50	134,51	-	-

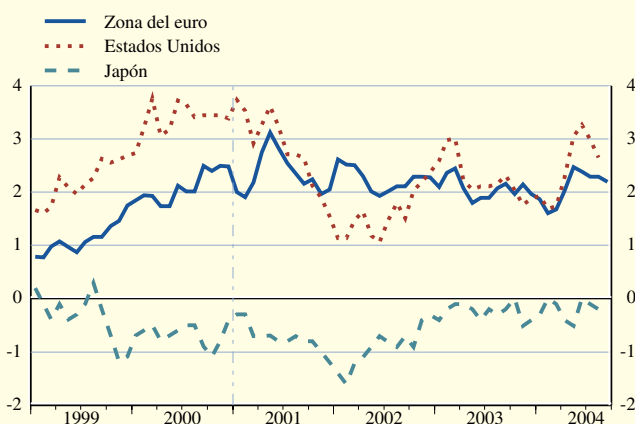
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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

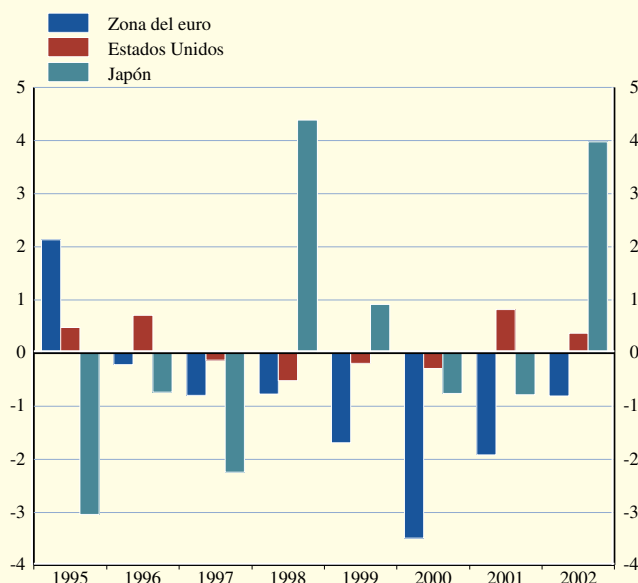
(en porcentaje del PIB)

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	2,8	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,8
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,6	8,5	2,7	0,9	13,1	7,6	10,7	8,2
2002 III	13,8	18,3	-4,4	7,3	7,2	0,8	7,9	0,6	-1,8	12,9	3,1	10,8	5,5
2002 IV	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,3	10,5	8,0
2003 I	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	1,0	12,8	7,2	10,2	9,3
2003 II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,8	8,5	4,0	2,0	13,1	11,2	10,5	12,5
2003 III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	4,2	8,7	2,1	0,3	13,3	8,6	11,2	6,9
2003 IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	4,7	9,1	2,5	0,3	13,3	3,7	10,7	4,1
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,5	8,9	3,9	1,3	13,2	7,2	10,3	9,8
2004 II	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,3	4,1	8,7	2,5	-0,1	13,3	7,3	10,2	8,4
Japón													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-1,7	15,7	-7,4	-0,9	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	24,1	.	.	.	3,2	.	-5,1	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 III	24,5	23,9	2,7	.	.	1,1	.	-10,0	-2,4	.	-8,1	.	-0,4
2002 IV	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 I	28,2	23,4	2,8	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,1	.	2,9
2003 II	.	23,3	.	.	.	-25,8	.	-20,5	-0,9	.	4,1	.	-5,7
2003 III	.	24,1	.	.	.	9,8	.	-5,5	-3,0	.	-5,5	.	1,1
2003 IV	.	24,9	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 I	.	23,8	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,6	.	2,6
2004 II	.	23,1	.	.	.	-10,1	.	-12,3	-0,6	.	4,7	.	-5,9

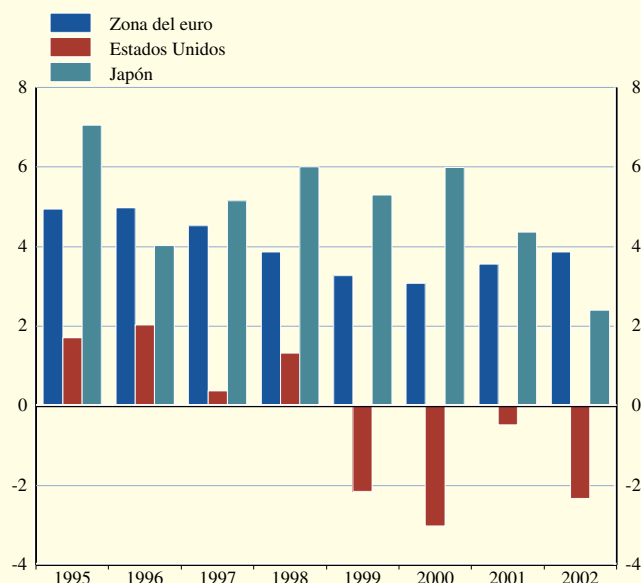
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en 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 fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

Por último, la media móvil de tres meses 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 reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La 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

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».

ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales 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 6 de octubre 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, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el *Boletín Mensual* del BCE de septiembre del 2004 y el Occasional Paper n.º 2 del BCE (*The effective exchange rate of the euro*, de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

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: En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que

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.

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 operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el

3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

3 DE ABRIL DE 2003

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

8 DE MAYO DE 2003

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

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

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

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán funda-

mentándose 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, 2 DE SEPTIEMBRE Y 7 DE OCTUBRE DE 2004

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





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR 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 julio y septiembre 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.
 «Análisis monetario en tiempo real», octubre 2004.
 «Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea», octubre 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. Cappelletto, 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 A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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», por 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.
- 388 «Euro area inflation differentials», por I. Angeloni y M. Ehrmann, septiembre 2004.
- 389 «Forecasting with a Bayesian DSGE model: an application to the euro area», por F. Smets y R. Wouters, septiembre 2004.
- 390 «Financial markets' behavior around episodes of large changes in the fiscal stance», por S. Ardagna, septiembre 2004.
- 391 «Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach», por F. Smets y R. Wouters, septiembre 2004.
- 392 «The role of central bank capital revisited», por U. Bindseil, A. Manzanares y B. Weller, septiembre 2004.
- 393 «The determinants of the overnight interest rate in the euro area», por J. Moschitz, septiembre 2004.
- 394 «Liquidity, money creation and destruction, and the returns to banking», por R. de O. Cavalcanti, A. Erosa y T. Temzelides, septiembre 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.

«ECB staff macroeconomic projections for the euro area», septiembre 2004.

«Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure Draft of proposed amendments to IAS 39 - The fair value option», septiembre 2004.

«Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure», octubre 2004.

FOLLETOS INFORMATIVOS

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

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

«TARGET - the current system», septiembre 2004.



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.