



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  
NOVIEMBRE**





**BANCO CENTRAL EUROPEO**



## **BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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, tipográficas  
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 permite  
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 3 de noviembre 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

|  |           |
|--|-----------|
| <b>EDITORIAL</b>   | <b>5</b>  |
| <b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>   | <b>9</b>  |
| Entorno exterior de la zona del euro   | 9         |
| Evolución monetaria y financiera   | 12        |
| Precios y costes   | 34        |
| Producto, demanda y mercado de trabajo   | 42        |
| Evolución de los tipos de cambio<br>y de la balanza de pagos   | 48        |
| <b>Recuadros:</b>  |           |
| 1 Características de los contratos<br>hipotecarios en la zona del euro   | 14        |
| 2 Resultados de la encuesta sobre<br>préstamos bancarios en la zona<br>del euro de octubre del 2004  | 17        |
| 3 Tendencias recientes en la volatilidad<br>implícita en los mercados de renta<br>variable   | 32        |
| 4 Expectativas del sector privado respecto<br>a la inflación y la actividad económica<br>de la zona del euro: resultados<br>de la encuesta a expertos en previsión<br>económica (EPE) correspondiente al cuarto<br>trimestre del 2004 y otros indicadores<br>disponibles | 38        |
| 5 Evolución reciente de la inversión<br>por tipo de producto   | 43        |
| <b>ARTÍCULOS</b>   |           |
| Los precios de petróleo y la economía<br>de la zona del euro   | 53        |
| Obtención de información a partir del precio<br>de los activos financieros   | 69        |
| Evolución del marco de la UE para la<br>regulación, la supervisión y la estabilidad<br>financieras   | 85        |
| <b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>  | <b>SI</b> |
| <b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA<br/>MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>   | <b>I</b>  |
| <b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO<br/>CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2003</b>  | <b>V</b>  |
| <b>GLOSARIO</b>  | <b>XI</b> |

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de noviembre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión de que pese a la persistencia del aumento de los ya elevados precios del petróleo, por ahora no existen indicios claros de que se estén acumulando presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro. En especial, parece que el crecimiento de los salarios sigue siendo reducido, en un contexto de crecimiento del PIB real moderado y de debilidad de los mercados de trabajo. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, actualmente en unos niveles históricamente muy bajos. No obstante, las subidas de los precios del petróleo han producido un apreciable efecto directo sobre los precios de consumo este año, y es probable que la inflación continúe en un nivel significativamente por encima del 2% en los próximos meses. Este factor constituye un motivo de preocupación. Dados los riesgos al alza existentes para la estabilidad de precios a medio plazo, se justifica el mantenimiento de una actitud de estrecha vigilancia de todos los factores que pudiesen incrementar dichos riesgos.

Atendiendo al análisis económico en que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, la recuperación económica se inició en el segundo semestre del 2003, observándose una evolución positiva en el primer semestre del 2004. Pese a que los indicadores a corto plazo muestran señales más dispares, los factores determinantes de la actividad económica siguen siendo compatibles con un crecimiento económico continuado en el 2005. En el entorno exterior, tras un período en el que la economía mundial ha experimentado el mayor dinamismo en muchos años, se está produciendo cierta moderación. No obstante, las exportaciones de la zona del euro deberían seguir beneficiándose durante el 2005 de las favorables condiciones de la

demanda mundial. En el ámbito interno, la inversión debería verse respaldada por el entorno mundial, unas condiciones de financiación muy favorables en la zona del euro, la mejora de los beneficios y la mayor eficiencia de las empresas lograda mediante su reestructuración. Asimismo, existe la posibilidad de que se fortalezca el consumo privado en el conjunto de la zona del euro, en especial cuando las perspectivas de los mercados de trabajo mejoren de forma más apreciable.

Sin embargo, estas perspectivas siguen estando sujetas a incertidumbre, derivada, en particular, de la reciente evolución de los mercados del petróleo. Por un lado, el alcance y la naturaleza de esta perturbación difieren de las experimentadas en otras ocasiones, en las que las subidas de los precios del petróleo fueron mucho más acusadas y debidas principalmente a restricciones de suministro. Además, la intensidad del uso del petróleo en la producción es significativamente menor en la zona del euro. Por otro lado, las recientes subidas de los precios del petróleo suponen, no obstante, una perturbación adversa importante para la economía de la zona del euro. Si los precios del petróleo se mantuviesen en los niveles actuales, o incluso se incrementaran, moderarían la fortaleza de la recuperación, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Pese a ello, en determinadas condiciones, puede garantizarse una absorción más fluida de la perturbación de los precios del petróleo: en especial, han de continuar evitándose los efectos secundarios sobre la fijación de salarios y precios, y las autoridades fiscales deben de abstenerse de adoptar medidas que prolonguen el necesario proceso de ajuste.

En lo relativo a los precios de consumo, según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó en octubre, situándose en el 2,5%. Este fuerte aumento, tras el descenso hasta el 2,1% registrado en septiembre, desde el 2,3% correspondiente a agosto, refleja el considerable efecto directo del comportamiento de los precios del petróleo sobre el IAPC de la zona del euro en las últimas semanas. Asimismo, la perturbación de los precios del petróleo podría transmitirse a través de la economía, generando efectos indirectos adicionales, como indica la evolución de los precios industriales.

En cuanto a las perspectivas futuras, sin embargo, los datos hasta ahora disponibles no sugieren que en la zona del euro se estén generando mayores presiones inflacionistas subyacentes. Los incrementos de los salarios se han mantenido contenidos desde el último trimestre del 2003 y se espera que esta tendencia persista, en un contexto de crecimiento moderado, pero sostenido, y de debilidad de los mercados de trabajo.

Pese a ello, durante los últimos meses han surgido una serie de riesgos al alza sobre las perspectivas de estabilidad de precios. Los riesgos están principalmente relacionados con la evolución de los precios del petróleo, con posibles subidas adicionales de los impuestos indirectos y de los precios administrados, así como con posibles efectos secundarios derivados del comportamiento en la fijación de salarios y precios.

El análisis monetario proporciona indicios adicionales en cuanto a las perspectivas a medio plazo. La tendencia a la baja del crecimiento interanual de M3 observada en el primer semestre de este año parece haberse detenido en los últimos meses. La dinámica a más corto plazo de M3 se ha intensificado y las tasas de crecimiento interanual de M3 se están elevando. Esta evolución refleja el efecto estimulante de los tipos de interés de la zona del euro, situados en niveles históricamente bajos, sobre la expansión monetaria. La demanda de los componentes más líquidos de M3, incluidos en el agregado estrecho M1, es especialmente intensa. Los reducidos tipos de interés están, además, fomentando la demanda de crédito por parte del sector privado. En particular, la tasa de crecimiento de los préstamos destinados a la compra de vivienda sigue aumentando y está aproximándose a cifras de dos dígitos. Aun así, la demanda de préstamos está adquiriendo un carácter más general y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a sociedades no financieras también se está elevando.

Dada la continuidad del fuerte crecimiento de M3 durante los últimos años, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro es sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. Si el exceso de liquidez no se

redujese de forma progresiva como resultado de la reversión de los desplazamientos de cartera, podría generar riesgos inflacionistas en el futuro. Por otro lado, la persistencia de un exceso de liquidez elevado, combinado con un crecimiento del crédito intenso, podría dar lugar a una subida insostenible de los precios de los activos, especialmente en los mercados inmobiliarios.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas subyacentes se mantienen aún contenidas, si bien es preciso realizar un atento seguimiento de una serie de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Resulta particularmente importante que estos riesgos no afecten a las expectativas de inflación a largo plazo. El contraste con el análisis monetario continúa avalando la adopción de una actitud de extrema vigilancia en lo que respecta a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios.

En cuanto a las políticas fiscales, la mayoría de los países han presentado sus planes presupuestarios para el 2005. En algunos casos, se observan signos alentadores de que los Estados miembros tienen previsto corregir los déficit excesivos o realizar progresos hacia situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. No obstante, en otros casos existen riesgos significativos de que los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento no se cumplan, o de que los desequilibrios aumenten y se pueda llegar a superar el valor de referencia del 3%. Es, por tanto, imprescindible que los presupuestos del 2005 den prioridad al saneamiento de las finanzas públicas en aquellos casos en que resulte necesario. Además, resulta de vital importancia que se garantice la fiabilidad de la elaboración de las estadísticas de las finanzas públicas y la puntualidad de su divulgación. La fijación de objetivos presupuestarios apropiados, y el cumplimiento de los compromisos fiscales y de los requerimientos de información ayudarán a mejorar la confianza, a sustentar la recuperación económica y a prepararse para los efectos del envejecimiento de la población.

En relación con el marco presupuestario de la UE, el Consejo de Gobierno mantiene la convicción de

que es posible mejorar la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de que ello resultaría beneficioso. En este sentido, las propuestas de la Comisión Europea para mejorar la aplicación de las medidas de carácter preventivo del Pacto, relativas a la supervisión de las situaciones presupuestarias, son bien acogidas. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno advierte del riesgo de modificar el Pacto y, en especial, el procedimiento de déficit excesivo. Considera que la credibilidad del límite de déficit del 3% es esencial para anclar las expectativas de disciplina presupuestaria. Asimismo, la supervisión estricta y la presión efectiva por parte de los demás países de las políticas presupuestarias nacionales son indispensables, a fin de preservar la solidez de las políticas fiscales.

Los planes de saneamiento presupuestario deberían formar parte de un programa de reformas estructurales que favoreciese el crecimiento, la competitividad y el empleo. Por lo que respecta a los mercados de trabajo y de productos, la revisión intermedia de la Estrategia de Lisboa, actualmente en preparación para la reunión del Consejo Euro-

peo en marzo del 2005, constituye una oportunidad muy importante para dar un mayor impulso a estas materias. Las reformas estructurales son fundamentales para conseguir mejorar los resultados de la economía de la UE, es decir, una economía con un crecimiento potencial más elevado, más oportunidades de empleo y mayor fortaleza ante las perturbaciones. El esfuerzo por acelerar las reformas económicas fundamentales resulta en estos momentos más importante que nunca.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero examina la incidencia de las variaciones de los precios del petróleo sobre los precios y la actividad económica de la zona del euro. El segundo describe una serie de instrumentos que los bancos centrales pueden utilizar para obtener información sobre las expectativas de los mercados relativas a las variables fundamentales de la economía, en concreto la inflación y la actividad económica, a partir del precio de los activos financieros. El tercer artículo analiza la evolución reciente del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*Tras un período de expansión casi sin precedentes, la economía mundial va retornando gradualmente a unos ritmos de crecimiento más lentos. Uno de los factores causantes de la desaceleración del crecimiento económico es el elevado precio del petróleo, que los mercados esperan que persista durante cierto tiempo. Por lo general, las presiones inflacionistas continúan siendo moderadas, pues aún no se han materializado los efectos secundarios provocados por las subidas del precio del crudo.*

### EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

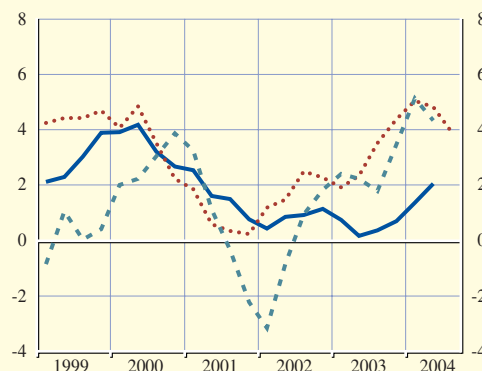
Después de un período de expansión económica casi sin precedentes durante el año 2003 y comienzos del 2004, el crecimiento de la economía mundial ha comenzado a retornar de forma gradual a unos ritmos más lentos, aunque todavía vigorosos, pese a los elevados precios del petróleo. El comercio mundial ha sido un importante factor dinamizador del crecimiento y conducente a la solidez relativa de la economía mundial. De acuerdo con las estimaciones de la Organización Mundial del Comercio, el comercio mundial ha crecido un 8,5% en términos reales en el 2004, lo que representa una notable mejora con respecto al 2003. Entre los factores que han respaldado el crecimiento, cabe incluir los reducidos tipos de interés de los préstamos y la intensa actividad inversora, especialmente en los países emergentes. Sin embargo, los elevados precios del petróleo, la persistencia y parcial deterioro de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente a escala internacional, así como la inquietud acerca de la evolución de las finanzas públicas en algunos países, junto con las señales dispares procedentes de las principales economías, han incrementado la incertidumbre existente sobre la evolución de la economía mundial. En líneas generales, las presiones inflacionistas han permanecido contenidas, al no haberse materializado los efectos secundarios derivados de las subidas de los precios de las materias primas, en un entorno de fuerte competencia en los mercados de bienes y de atonía en los mercados de trabajo.

Según las estimaciones preliminares, el PIB real creció en Estados Unidos a una tasa intertrimestral anualizada del 3,7% en el tercer trimestre del 2004, frente al 3,3% observado en el segundo trimestre. Este mayor ritmo de crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año se debió, fundamentalmente, a una significativa recuperación del gasto en consumo personal y a una notable desaceleración de las importaciones. Al mismo tiempo, la inversión en bienes de equipo y *software* mantuvo su ritmo de crecimiento estable. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro se mantuvo en septiembre sin cambios, en el 5,4%,

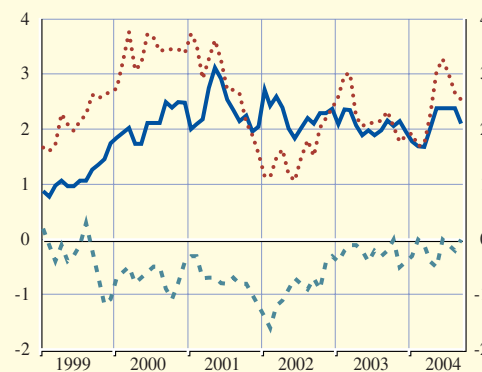
Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas

— Zona del euro  
- - - Estados Unidos  
- - - Japón

Crecimiento del producto<sup>1)</sup>  
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Tasas de inflación  
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

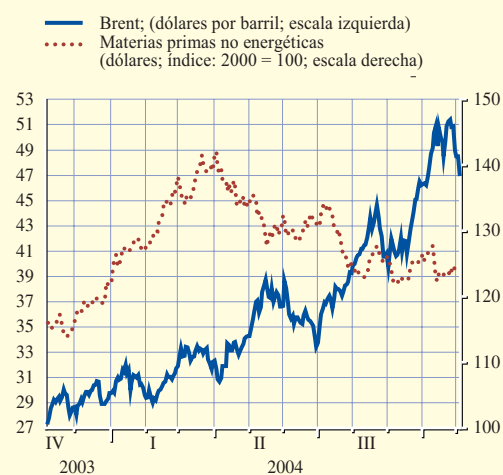
tras un ligero descenso de la tasa de actividad, que, en el 66% de la población, continúa siendo reducida en relación con los niveles históricos. Las tasas de inflación disminuyeron en septiembre por tercer mes consecutivo, tras caer hasta el 2,5% la tasa de crecimiento interanual del índice de precios de consumo, desde el 2,7% registrado en agosto.

En Japón, el crecimiento del PIB real se ha desacelerado con respecto a las elevadas tasas observadas hacia finales del pasado año. En el segundo trimestre, el ritmo de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,3%, frente al 1,6% registrado durante el primer trimestre. Aun así, la demanda de exportaciones siguió siendo relativamente intensa. Pese a la reciente debilidad de la actividad en las manufacturas, el empleo aumentó y la tasa de desempleo se redujo en septiembre hasta el 4,6%, desde el 4,8% observado en agosto. Los indicadores de confianza recientemente publicados parecen confirmar que se está registrando una moderada desaceleración de la actividad económica, aunque las perspectivas continúan siendo favorables. Por lo que respecta a la evolución de los precios, el panorama general sigue siendo contradictorio. Así, mientras que los precios de los bienes adquiridos por las empresas se han incrementado desde comienzos del año, alcanzando en septiembre una tasa interanual de inflación del 1,8%, los precios de los bienes de consumo, también en términos interanuales, no experimentaron variaciones en el citado mes.

En el Reino Unido, el PIB real creció durante el segundo trimestre del presente año a una tasa intertrimestral del 0,9%, frente al 0,7% registrado en el primer trimestre. La demanda interna continuó siendo el motor del crecimiento económico, si bien las revisiones realizadas en las series históricas sugieren que la composición del crecimiento del PIB ha sido algo distinta a la de estimaciones previas, con un ritmo inversor más vigoroso y un gasto en consumo ligeramente más débil. Aunque el producto y la demanda se situaron por encima de la tendencia en el segundo trimestre del 2004, las cifras preliminares sugieren que el crecimiento experimentó una notable moderación en el tercer trimestre del año en curso, al aumentar el PIB real a una tasa intertrimestral del 0,4%. La tasa de variación interanual del IAPC cayó hasta el 1,1% en septiembre, desde el 1,3% de agosto, alejándose aún más del objetivo del 2% establecido para dicho índice de precios.

En Suecia, el PIB real creció un 1% en términos intertrimestrales durante el segundo trimestre del 2004. La encuesta de opinión de la Comisión Europea sugiere, para el tercer trimestre del año, un fortalecimiento de la confianza industrial, al mismo tiempo que un leve deterioro de la confianza de los consumidores. En cuanto a los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,2% en septiembre, la misma tasa que en los tres meses anteriores. En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,2% en el segundo trimestre, mientras que, en septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC permaneció en el 0,9%, sin cambios con respecto a agosto. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza de empresarios y consumidores mejoró en el tercer trimestre. Por otra parte, el crecimiento del PIB mantuvo su intensidad en la mayoría de los restantes Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. En la

**Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

mayor parte de estos países, el notable incremento de la inflación medida por el IAPC que venía observándose en meses precedentes no continuó en septiembre, aunque los precios más elevados de la energía y de los alimentos siguieron ejerciendo presiones inflacionistas.

En Asia, excluido Japón, la última información disponible indica la probabilidad de que el crecimiento retroceda en los próximos trimestres. Las exportaciones de la región han mostrado señales de moderación. Sin embargo, excepto en Corea del Sur, la demanda interna ha mantenido su solidez en la mayoría de las economías asiáticas, excluido Japón. En China, la actividad económica continúa siendo intensa, con el PIB real creciendo a un ritmo interanual del 9,1% en el tercer trimestre del presente año. La inflación medida por el IPC descendió levemente en septiembre hasta una tasa interanual del 5,2%, desde el 5,3% registrado en el mes anterior. El 28 de octubre, el banco central chino elevó en 27 puntos básicos sus tipos de interés de referencia, es decir, los tipos de depósito y de crédito a un año, lo que representa la primera subida de tipos en más de nueve años.

De acuerdo con los últimos datos publicados, la actividad económica continúa cobrando vigor en América Latina, estimulada por el crecimiento de las exportaciones, pero respaldada también por la demanda interna. Sin embargo, los riesgos de inflación derivados de unos precios del petróleo más elevados y de una demanda interna más pujante sugieren un leve deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo en la región.

### MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo alcanzaron nuevos máximos en octubre (así, por ejemplo, el precio del Brent alcanzó el 26 de octubre un máximo histórico de 51,4 dólares), presionados al alza por la combinación de una intensa demanda, problemas de oferta relacionados con las condiciones meteorológicas y una limitada capacidad productiva sin utilizar. La demanda mundial de crudo continúa siendo superior a lo esperado. Según las estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía, la demanda mundial de petróleo aumentará un 3,4% de media en el 2004, la tasa de crecimiento interanual más elevada en casi tres décadas. El incremento registrado en la oferta de petróleo a escala mundial no ha podido evitar las recientes subidas de los precios del crudo, pues la limitada y decreciente capacidad productiva sin utilizar ha dejado unas reservas escasas en caso de que se produzcan perturbaciones en el mercado del petróleo. En consecuencia, los precios del petróleo reaccionaron con bastante virulencia cuando volvieron a surgir preocupaciones relativas al suministro de crudo en varios países productores. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan próximos a sus niveles actuales durante el resto del año y que descendan gradualmente más adelante.

Los precios de las materias primas no energéticas han continuado retrocediendo desde los niveles máximos alcanzados en abril del 2004. Esta evolución se ha visto favorecida por un descenso bastante acusado de los precios de los alimentos, mientras que tanto los metales como las materias primas agrícolas no alimenticias se encarecieron ligeramente. Aun así, en octubre del 2004 los precios en dólares del conjunto de materias primas no energéticas fueron un 10,8% más altos que en el mismo período del año anterior.

### PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En líneas generales, las perspectivas de la economía mundial continúan siendo bastante favorables, a medida que el crecimiento se va haciendo más generalizado, tanto por regiones como por ramas de actividad. No obstante, existen al mismo tiempo más indicios con respecto a que el actual ciclo económico, aunque probablemente mantenga su solidez, ya ha dejado atrás su nivel máximo. Tanto el indicador adelantado sintético de la OCDE como el índice de directores de compras apuntan hacia la continuidad de la expansión, pero también sugieren una desaceleración de las tasas de crecimiento desde los muy elevados niveles observados a finales del 2003 y comienzos del 2004.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos correspondientes a septiembre del 2004 aportan nueva evidencia de que la evolución monetaria se ha fortalecido de nuevo en los últimos meses, tras la moderación observada en el primer semestre del año. La normalización del comportamiento de los agentes en lo que respecta a la asignación de carteras continúa, aunque todavía a un ritmo lento. No obstante, el efecto moderador de este fenómeno en el crecimiento interanual de M3 se está compensando con creces debido al efecto estimulante de los bajos tipos de interés en los componentes más líquidos de este agregado monetario. Los reducidos tipos de interés han favorecido el crecimiento de los préstamos al sector privado, que está pasando a ser más generalizado en los principales sectores no financieros. En general, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. La evolución monetaria actual acrecienta el riesgo de persistencia del citado exceso de liquidez.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 aumentó hasta el 6% en septiembre del 2004, desde el 5,6% del mes anterior (véase gráfico 3), como consecuencia de un fuerte incremento intermensual, el 0,6%. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 5,7% en el período comprendido entre julio y septiembre, frente al 5,4% registrado en el período transcurrido entre junio y agosto del 2004.

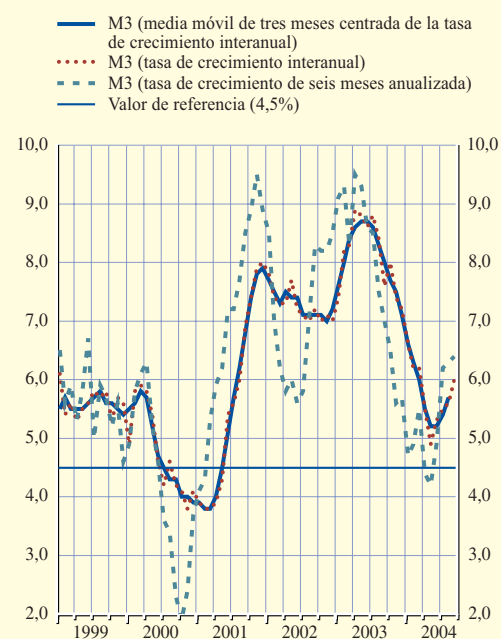
La evolución monetaria continúa estando influida por dos factores. Por un lado, los datos del balance de las IFM correspondientes a septiembre del 2004 sugieren que persiste el proceso de normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, aunque todavía a un ritmo lento. Esto se ve reflejado en los desplazamientos de cartera en los que se sustituyen activos monetarios líquidos por instrumentos a más largo plazo. Por otro, los bajos tipos de interés vigentes están estimulando la demanda de los componentes más líquidos de M3 y, por el lado de las contrapartidas, de los préstamos de las IFM al sector privado. En los últimos meses, estos efectos estimulantes en el crecimiento de M3 han compensado con creces el impacto del factor moderador citado en primer lugar.

#### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se elevó hasta el 9,7% en septiembre del 2004, desde el 9,2% de agosto (véase cuadro 1), como consecuencia del aumento de la relativamente elevada tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, desde el 7,5% de agosto al 8% de septiembre. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo muy alta, en el 19,9%. La persistencia de la demanda de los componentes más líquidos de M3 obedece, en gran parte, a los bajos tipos de interés y, en consecuencia, al reducido coste de oportunidad de mantener estos activos. Además,

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

**Cuadro I Cuadro resumen de variables monetarias**

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

|   | Saldo vivo<br>en porcentaje<br>de M3 <sup>1)</sup> | Tasas de crecimiento interanual |             |             |             |             |             |             |
|---|--|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   |  | 2003<br>III                     | 2003<br>IV  | 2004<br>I   | 2004<br>II  | 2004<br>III | 2004<br>Ago | 2004<br>Sep |
| <b>M1</b>   | <b>44,7</b>  | <b>11,4</b>                     | <b>11,0</b> | <b>11,1</b> | <b>10,3</b> | <b>9,6</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,7</b>  |
| Efectivo en circulación   | 6,9  | 29,6                            | 26,5        | 24,0        | 21,6        | 20,3        | 20,3        | 19,9        |
| Depósitos a la vista  | 37,8   | 8,9                             | 8,8         | 9,1         | 8,5         | 7,9         | 7,5         | 8,0         |
| M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)                                       | 40,9   | 5,8                             | 4,9         | 3,3         | 1,7         | 2,0         | 2,0         | 2,8         |
| Depósitos a plazo<br>hasta dos años   | 15,6   | -1,3                            | -2,9        | -4,4        | -7,0        | -5,8        | -5,7        | -4,2        |
| Depósitos disponibles con preaviso<br>hasta tres meses                          | 25,2   | 11,6                            | 11,1        | 9,2         | 8,1         | 7,6         | 7,5         | 7,6         |
| <b>M2</b>   | <b>85,5</b>  | <b>8,6</b>                      | <b>7,9</b>  | <b>7,2</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,3</b>  |
| M3 - M2 (= instrumentos negociables)  | 14,5   | 7,7                             | 5,8         | 2,5         | 2,0         | 3,9         | 5,0         | 4,1         |
| <b>M3</b>   | <b>100,0</b>                                       | <b>8,4</b>                      | <b>7,6</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,0</b>  |
| <b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>                                 | <b>169,1</b>                                       | <b>5,3</b>                      | <b>5,9</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,1</b>  |
| Crédito a las Administraciones Públicas   | 36,4   | 4,8                             | 6,6         | 6,1         | 6,5         | 6,5         | 6,6         | 5,5         |
| Préstamos a las Administraciones Públicas                                       | 13,1   | 1,0                             | 1,5         | 1,2         | 2,3         | 2,3         | 2,5         | 1,5         |
| Crédito al sector privado   | 132,8  | 5,5                             | 5,7         | 5,7         | 5,9         | 6,1         | 6,0         | 6,3         |
| Préstamos al sector privado   | 115,6  | 4,9                             | 5,3         | 5,4         | 5,6         | 6,2         | 6,1         | 6,5         |
| <b>Pasivos financieros a más largo plazo<br/>(excluidos capital y reservas)</b> | <b>52,4</b>  | <b>5,8</b>                      | <b>6,7</b>  | <b>7,4</b>  | <b>8,4</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,7</b>  | <b>9,2</b>  |

Fuente: BCE.

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

la demanda de billetes en euros, sobre todo de los de alta denominación, sigue siendo intensa tanto dentro como fuera de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta el 2,8% en septiembre, desde el 2% de agosto. Esta trayectoria fue consecuencia, principalmente, de la moderación registrada en la tasa de descenso interanual de los citados depósitos (depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la positiva tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses), relativamente elevada, prácticamente no se modificó. Es probable que la moderación de la demanda de los depósitos de ahorro a corto plazo se deba a que su rendimiento, ligeramente superior al de los depósitos a la vista, no se ve compensado por el hecho de que su liquidez es comparativamente menor.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 cayó hasta el 4,1% en septiembre, desde el 5% de agosto. Este descenso fue consecuencia de las aportaciones negativas de todos sus componentes (participaciones en fondos del mercado monetario, cesiones temporales y valores distintos de acciones hasta dos años). La volatilidad intermensual de la tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos es elevada, por lo que la evolución intermensual debe interpretarse con cautela. No obstante, estos datos apuntan a la continuación de la normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras, ya que han estado sustituyendo sus tenencias de activos por otros activos no monetarios a más largo plazo a medida que desaparece la excepcional preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, ya elevada, volvió a incrementarse en septiembre, hasta el 6,5%, desde el 6,1% de agosto. El aumento del endeudamiento de los principales sectores no financieros contribuyó a esta mayor tasa de crecimiento, aunque la expansión en los distintos sectores ha sido bastante heterogénea (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se elevó hasta el 7,8% en septiembre, desde el

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

Fuente: BCE.

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

7,5% de agosto, favorecida, en particular, por el intenso crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda (que se situó en el 9,8%, en términos interanuales). El fuerte endeudamiento hipotecario está relacionado con los reducidos tipos de interés hipotecarios en la zona del euro y con la vigorosa trayectoria del mercado de la vivienda en varios países de la zona. Además, implica una creciente sensibilidad de los hogares a las variaciones de los tipos de interés (véase el recuadro 1, titulado «Características de los contratos hipotecarios en la zona del euro»). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras ascendió hasta el 4,6% en septiembre, muy superior al ritmo observado en promedio en los últimos años.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2004 indican que las mejoras observadas en las condiciones de los préstamos y líneas de crédito también contribuyeron al mayor crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado registrado en los últimos meses (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2004»).

La tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, se situó en el 6,1% en septiembre, sin variaciones con respecto al mes anterior. Ese mismo mes, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por estas instituciones a las Administraciones Públicas descendió hasta el 5,5%, desde el 6,6% del mes precedente (véase cuadro 1).

### Recuadro 1

#### CARACTERÍSTICAS DE LOS CONTRATOS HIPOTECARIOS EN LA ZONA DEL EURO

Debido al entorno actual de bajos tipos de interés, la carga total de la deuda de los hogares de la zona del euro (es decir, la ratio de la suma de pagos de intereses de la deuda y la amortización del principal en relación con la renta disponible) se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, sin importar el continuado y creciente nivel de endeudamiento de los hogares. Pese a ello, el mayor endeudamiento ha hecho a los hogares más sensibles a variaciones de los tipos de interés. En este sentido, se suele afirmar que el reducido nivel de los tipos de interés ha aumentado en varios países la popularidad

de los préstamos para adquisición de vivienda a tipo de interés variable, lo que significa que los pagos de intereses de los hogares son más sensibles a futuras variaciones de los tipos de interés. En este contexto, este recuadro examina las características de los contratos hipotecarios en la zona del euro, a fin de evaluar la sensibilidad de la deuda de los hogares a modificaciones de los tipos de interés.

El porcentaje de deuda hipotecaria existente expuesto a variaciones de los tipos de interés vigentes —un determinante fundamental de la sensibilidad de los pagos de la deuda de los hogares a los tipos de interés— depende de la estructura del contrato hipotecario de que se trate. A este respecto, un factor clave es si el tipo de interés pagado por la deuda hipotecaria es «fijo» durante un período prolongado o «variable». Un contrato a tipo fijo supone que el tipo de interés queda fijado en el momento en que se acepta la hipoteca y no cambia durante la vida del contrato. Este tipo de contrato aísla al hogar del efecto de variaciones de los tipos de interés, ya que el calendario de los pagos de intereses se determina al comienzo. Por el contrario, con un contrato a tipo variable, las variaciones de los tipos de interés durante la vida de la hipoteca afectarán a los pagos de intereses efectuados por el hogar. A igualdad de factores, una proporción mayor de hipotecas a tipo de interés variable implica una mayor sensibilidad de los pagos de intereses de los hogares a variaciones de los tipos de interés. El grado de sensibilidad se eleva con la frecuencia con la que se puede ajustar el tipo de interés durante la vida del contrato hipotecario.

Aunque conceptualmente la estructura de la deuda hipotecaria puede caracterizarse de forma sencilla, en la práctica es preciso ser muy cautos al interpretar los datos, porque las definiciones y la estructura de los contratos hipotecarios varían considerablemente de un país a otro<sup>1</sup>. Mientras que en algunos países la expresión «tipo de interés variable» se aplica sólo a contratos en los que el tipo de interés pagado se ajusta de modo casi instantáneo a variaciones de los tipos de interés en el mercado monetario a corto plazo, en otros se refiere a cualquier contrato en el que el tipo de interés pertinente se modifica al menos una vez hasta que venza el préstamo, aunque el tipo de interés se fije inicialmente para un período prolongado.

La información disponible para la zona del euro no permite la elaboración de un cuadro detallado de la estructura de la deuda hipotecaria existente. Sin embargo, sobre la base de los datos oficiales disponibles, complementados con fuentes nacionales y otras informaciones, se pueden realizar estimaciones de la estructura de vencimientos y de tipos de interés. A partir de ese ejercicio es posible apreciar que la categoría de préstamos con un vencimiento superior a diez años y un período inicial de fijación del tipo de diez años parece tener una importancia significativa en la zona del euro, lo que refleja la existencia de este tipo de contrato en numerosos países y su predominio en Bélgica, Alemania, Francia y los Países Bajos.

Las estimaciones disponibles para el 2004 sugieren que la proporción de hipotecas en las que el tipo de interés es fijo durante al menos diez años se sitúa en torno al 50% de la deuda hipotecaria total existente en la zona del euro. Por el contrario, se estima que la proporción de hipotecas expuestas a las variaciones que puedan sufrir los tipos de interés el año siguiente es de un tercio de la deuda hipotecaria existente. No obstante, conviene tener en cuenta que, debido a las limitaciones relativas a los datos, las estimaciones sólo pueden considerarse un indicador de referencia y, por tanto, han de interpretarse con cautela.

1 Las características de los contratos hipotecarios están ligadas generalmente a la estructura del mercado hipotecario nacional (que incluye factores como la naturaleza de la entidad de crédito y la fuente de financiación de la actividad crediticia, la situación competitiva y las prácticas de marketing y la proporción de préstamos subvencionados), así como a hábitos culturales y factores históricos (v.g., si hubo baja o alta inflación en el pasado), normativa y temas fiscales. Para un análisis más detallado, véase la publicación titulada «Structural factors in the EU housing market», BCE, marzo del 2003.

En lo que respecta a los préstamos a tipo de interés variable, es también útil entender cómo se ajustan los tipos de interés de esta modalidad de contratos hipotecarios. En este sentido, los tipos de interés de las hipotecas pueden adoptar tres formas. En primer lugar, hay tipos de *interés referenciados*, es decir, tipos que siguen un indicador de tipos de interés oficial y predeterminado en el contrato, sin que intervenga el prestamista ni el prestatario. En segundo lugar, hay *tipos renegociables* en el que el tipo de interés puede modificarse tras la celebración de negociaciones bilaterales entre el prestamista y el prestatario en momentos predeterminados. Por último, hay *tipos revisables*, es decir tipos que pueden modificarse a iniciativa del prestamista (por ejemplo, para hacerlos corresponder con el coste de financiación).

Cabe mencionar asimismo que otras características más cualitativas del contrato hipotecario pueden desempeñar un papel importante a la hora de moderar la sensibilidad global de la deuda de los hogares a los tipos de intereses. Por ejemplo, los contratos a tipo de interés variable pueden incluir un *tope al tipo hipotecario*, que determina un límite máximo de variación del tipo, que puede ser hasta 1, 2 ó 5 puntos porcentuales por encima del tipo inicial. Esta opción existe en Bélgica, Francia y, de algún modo, en los Países Bajos. Del mismo modo, la existencia de *una opción de cancelación anticipada con unas comisiones bajas* permite a los hogares una mayor flexibilidad para afrontar las variaciones de los tipos de interés. Algunos contratos a tipo de interés variable también permiten modificar *la cuantía que se ha de amortizar mensualmente y/o la duración del préstamo*, con el fin de suavizar los efectos de aumentos en los tipos de interés. Algunos hogares pueden utilizar esta opción para realizar pagos anticipados que les permitan construir un colchón de seguridad para el futuro, si perciben que el entorno de bajos tipos de interés es transitorio.

En general, este recuadro muestra que la sensibilidad de la deuda hipotecaria de los hogares a los tipos de interés no puede medirse de forma sencilla, en parte porque la estructura de los contratos hipotecarios varía ampliamente de un país a otro de la zona del euro. Las estimaciones cuantitativas están sometidas a una incertidumbre considerable, y la información cualitativa complementaria sobre las características de los contratos hipotecarios han de tenerse presentes con el fin de tener un panorama más amplio de la exposición de la deuda hipotecaria al riesgo de tipos de interés. Pese a ello, es probable que la sensibilidad de los hogares de la zona del euro a los tipos de interés se haya elevado en los últimos años. Los hogares que se han visto tentados a financiar sus hipotecas, debido a los bajos tipos de interés vigentes actualmente, a tipos de interés variable con pagos de intereses iniciales reducidos deben ser conscientes de los riesgos que esto pueden entrañar en caso de que los tipos de interés suban de nuevo hasta situarse en niveles más en consonancia con los niveles históricos<sup>2</sup>.

2 Véase, por ejemplo, Miles D. (2004), «The UK mortgage market: taking a longer-term view». Este estudio pone de relieve una cierta miopía en numerosos hogares del Reino Unido, por lo general compradores de primeras viviendas, que se endeudan a tipos de interés variable y se comportan como si el tipo de interés vigente al comienzo de la hipoteca fuera a ser fijo durante toda la vida del contrato, independientemente de la situación actual en el ciclo de tipo de interés.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), aumentó de nuevo en septiembre y se situó en el 9,2%, frente al 8,7% de agosto. Esta es la tasa de crecimiento más elevada registrada por esta contrapartida en siete años. Estos datos, unidos a una trayectoria bastante moderada del crecimiento de los instrumentos negociables incluidos en M3, apuntan a que se están sustituyendo activos monetarios por activos a más largo plazo, proporcionando con ello evidencia adicional de la normalización del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro ascendieron a 121 mm euros en septiembre, frente a un incremento de 102 mm euros en los doce meses



transcurridos hasta agosto. Aunque no debe concederse excesiva importancia a la trayectoria a corto plazo de este indicador volátil, los datos de septiembre muestran un aumento por tercer mes consecutivo, lo que apunta a que se ha interrumpido la anterior tendencia a la baja en los citados flujos interanuales, atenuando en cierta medida el impacto moderador del cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera en el crecimiento de M3.

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) asociado al cambio de sentido de los excepcionales desplazamientos de cartera anteriores en favor de activos monetarios contribuyeron a moderar el crecimiento de M3. En cambio, la vigorosa expansión del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro impulsada por los reducidos tipos de interés continúa provocando un fuerte impacto positivo en el crecimiento del agregado monetario amplio.

### VALORACIÓN GENERAL

En la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. En caso de que una parte significativa de estas tenencias líquidas se transforme en dinero para transacciones, sobre todo en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real, los riesgos inflacionistas aumentarían. Es posible que esta holgada situación de liquidez también esté impulsando los fuertes incrementos de los precios de los activos observados, sobre todo, en los mercados de la vivienda.

#### Recuadro 2

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DEL 2004

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2004<sup>1</sup>. En general, la encuesta muestra que, en el tercer trimestre del 2004, los criterios de aprobación del crédito a las empresas y a los hogares se relajaron ligeramente en comparación con el segundo trimestre. En lo que respecta al el cuarto trimestre del 2004, se espera que la mayor parte de los citados criterios prácticamente no registren variaciones con respecto al trimestre precedente.

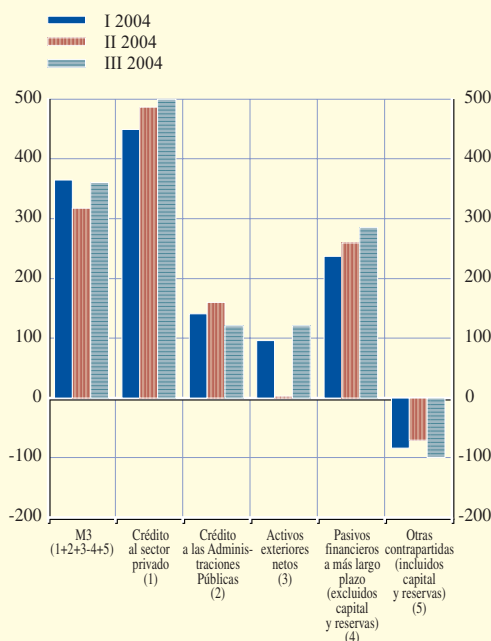
#### Préstamos o líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación del crédito se habían relajado ligeramente, en términos netos, en el tercer tri-

<sup>1</sup> En la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)) puede consultarse una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2004.

Gráfico 4 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

mestre del 2004. Esto supone la continuación del desplazamiento a la baja del porcentaje neto<sup>2</sup> de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas (véase el primer panel del gráfico A). Entre los factores que contribuyeron a la relajación neta de los citados criterios de aprobación se encuentran el aumento de la competencia procedente de otras entidades de crédito y, en menor medida, de la financiación en los mercados (véanse el cuarto y quinto panel del gráfico A). En cambio, una percepción más negativa en lo que respecta a las perspectivas relativas a sectores o empresas concretas, así como un leve incremento de los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades, contribuyeron ligeramente al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito (véanse el segundo y tercer panel del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, la moderada relajación de los criterios de concesión se llevó a cabo, fundamentalmente, en relación con el importe y el plazo de vencimiento, y también a través de una reducción de los márgenes.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta<sup>3</sup> de préstamos a empresas descendió ligeramente entre el segundo y el tercer trimestre del 2004 (véase el primer panel del gráfico B), con lo que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue negativa y estuvo por debajo de las expectativas de las entidades por tercer trimestre consecutivo. En términos del tamaño de las empresas prestatarias, esta disminución afectó tanto a los préstamos a las pequeñas y medianas empresas como a los concedidos a grandes empresas. Los principales factores que contribuyeron a la reducción de la deman-

**Gráfico A Variaciones en los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas**

(porcentaje neto)

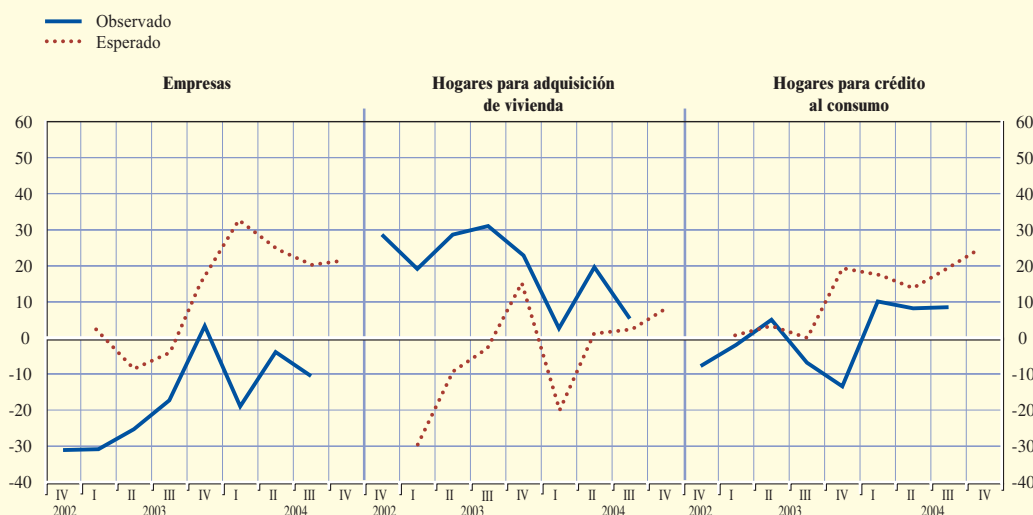


Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2004.

- 2 El «porcentaje neto» se refiere a la diferencia entre el número de entidades que han indicado que se han endurecido los criterios de concesión de los préstamos y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).
- 3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades participantes que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

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

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2004.

da neta fueron, según las entidades participantes en la encuesta, la débil inversión en capital fijo, así como el mayor recurso a fuentes de financiación externa no bancarias (como los valores de renta fija privada o el crédito comercial), y la mayor disponibilidad de financiación interna por parte de las empresas (es decir, menores necesidades de financiación externa).

**Expectativas:** Para el cuarto trimestre del 2004, las entidades participantes esperan que los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas prácticamente no registren variaciones con respecto al trimestre anterior (véase el primer panel del gráfico A). Al mismo tiempo, las entidades esperan un aumento considerable de la demanda neta de préstamos a empresas en relación con el trimestre precedente (véase el primer panel del gráfico B). Se prevé que este incremento de la demanda neta sea mayor en el caso de las pequeñas y medianas empresas que en las grandes empresas.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Entre el segundo y tercer trimestre del 2004 continuó registrándose una leve relajación neta de los criterios de aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase el primer panel del gráfico C). Las entidades participantes en la encuesta consideraron que la contribución de la competencia entre entidades (véase el cuarto panel del gráfico C) y de las expectativas relativas a la actividad económica en general (véase el tercer panel del gráfico C) prácticamente no se habían modificados. Al mismo tiempo, las entidades señalaron que las perspectivas del mercado de la vivienda contribuyeron algo más que en el segundo trimestre a que se produjera un ligero endurecimiento de los criterios de aprobación (véase el segundo panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, el porcentaje neto de entidades que endurecieron sus criterios de concesión ampliando los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo se elevó

ligeramente en comparación con el trimestre anterior. En cambio, se observó un aumento del porcentaje neto de entidades que relajaron las condiciones de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a través del plazo de vencimiento de los préstamos.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendió considerablemente entre el segundo y el tercer trimestre del 2004 (véase el segundo panel del gráfico B). Los principales factores que contribuyeron a esta disminución fueron la confianza de los consumidores, el gasto no relacionado con la vivienda y las perspectivas del mercado de la vivienda.

**Expectativas:** Para el cuarto trimestre del 2004, las entidades participantes esperan un endurecimiento neto de las condiciones de concesión de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, en comparación con la relajación neta registrada en el tercer trimestre (véase el primer panel del gráfico C). Las entidades también esperan que la demanda neta de este tipo de préstamos aumente moderadamente en los tres próximos meses en comparación con el trimestre anterior (véase el segundo panel del gráfico B).

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

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2004.

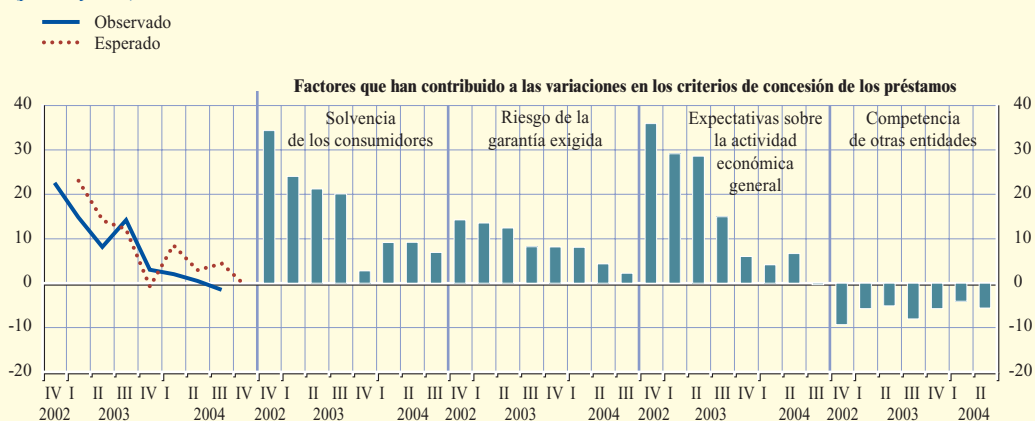
### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Los criterios de aprobación** de los préstamos a hogares para crédito al consumo pasaron de registrar un ligero endurecimiento, en términos netos, en el segundo trimestre del 2004, a una leve relajación en el tercer trimestre (véase el primer panel del gráfico D). Desde que se realizó la primera encuesta sobre préstamos bancarios, en enero del 2003, esta es la primera vez que se señala que se ha produ-

cido una relajación neta de los criterios de aprobación del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares. Las mejores expectativas en lo que respecta a la actividad económica en general y la mayor competencia de otras entidades fueron los principales factores que contribuyeron a la relajación neta de los citados criterios en el tercer trimestre del 2004 (véanse el cuarto y quinto panel del gráfico D). Las entidades participantes en la encuesta también realizaron una valoración más positiva de la solvencia de los consumidores.

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

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el cuarto trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de octubre del 2004.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no registró variaciones con respecto a los dos trimestres precedentes (véase el tercer panel del gráfico B), si bien la confianza de los consumidores y el gasto neto en bienes de consumo duradero contribuyeron negativamente a la misma.

**Expectativas:** Para el cuarto trimestre del 2004, las entidades participantes esperan que los criterios de concesión del crédito se mantengan similares a los del trimestre anterior (véase el primer panel del gráfico D). También se prevé un incremento considerable de la demanda neta del crédito al consumo en los tres próximos meses (véase el tercer panel del gráfico B).

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente entre julio y agosto del 2004. El incremento de la emisión neta se vio impulsado, principalmente, por las IFM y el sector público. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro mantuvo el tono 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 se elevó ligeramente, hasta el 7,6%, en agosto del 2004, frente al 7,4% de julio (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo mantuvo su moderación y se situó en el 4,8% en agosto, algo más elevada que en julio. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, que fue del 7,9%, continuó siendo intensa.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó levemente, hasta el 8,9%, en agosto del 2004 (véase cuadro 3). La emisión de valores distintos de acciones por parte de las IFM continuó a un ritmo vigoroso, lo que puede deberse a las mejores condiciones de financiación para estas instituciones, como queda reflejado, por ejemplo, en los indicadores que apuntan a un reducido riesgo de crédito en este sector, así como a la creciente necesidad de financiar el mayor crecimiento de los préstamos observado 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, se redujo ligeramente, 0,4 puntos porcentuales, hasta el 9,6%, en agosto del 2004. El origen de esta disminución fue el menor crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, que se situó en el 3,4% en agosto, frente al 4,3% del mes precedente. Esta caída se debió, probablemente, a un descenso estacional de la emisión de este tipo de valores mayor del habitual en agosto. La persistencia de una baja tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se debió, muy posiblemente, al aumento de la financiación interna y a las reducidas necesidades de financiación resultantes de la relativa debilidad de la inversión en capital fijo. Estos resultados se vieron confirmados en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2004 (véase recuadro 2).

En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se elevó hasta el 6% en agosto del 2004, desde el 5,7% de julio. El origen de este aumento fue el incremento de la emisión neta de valores distintos de acciones por parte de la Administración Central y de otras Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se situó en el 5,5% en agosto, ligeramente superior a la de julio. Al igual que en meses anteriores, la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo por parte de la citada Administración Central fue mayor que la emisión neta de este tipo de valores a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otros sectores de las Administraciones Públicas se incrementó hasta el 16,9% en agosto, frente al 16% del mes anterior.

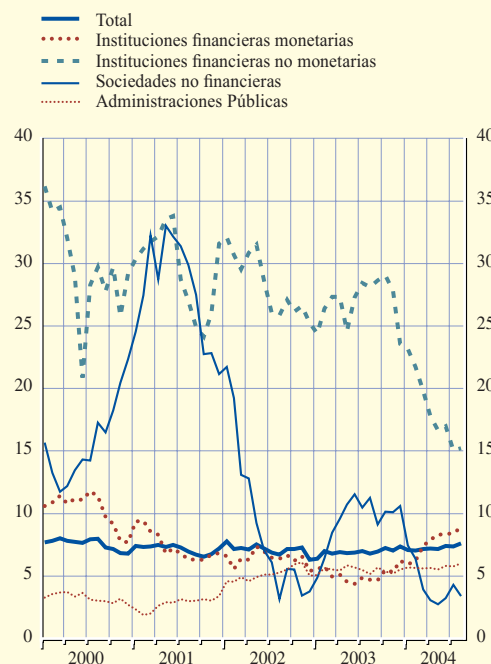
### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no registró variaciones y se situó en el 0,9% en agosto del 2004 (véanse gráfico 6 y cuadro 3). Esta trayec-

toria se debió a un moderado aumento de la emisión neta de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras y a un descenso en la emisión neta por las IFM. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se situó en el 0,7% en agosto, en comparación con el 0,6% registrado el mes anterior, mientras que la de las acciones cotizadas emitidas por las IFM descendió 0,4 puntos porcentuales, hasta el 1,4%, en agosto. Por último, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) descendió moderadamente, hasta el 1,6%, en agosto. La actividad emisora en el mercado primario de acciones que, en los últimos trimestres se ha mantenido, en general, moderada, puede obedecer a una percepción de debilidad de la demanda por parte de los inversores y a las limitadas necesidades de financiación actuales del sector empresas en un entorno en el que es posible que las empresas emisoras consideren que el coste de la financiación mediante acciones es relativamente elevado.

**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.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En octubre, los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario descendieron moderadamente, mientras que los tipos a corto plazo se mantuvieron prácticamente estables. En consecuencia, la curva de rendimientos del mercado monetario se ha vuelto más plana desde finales de septiembre.

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

| Sector emisor                           | Saldo vivo<br>(mm de euros)<br>2004<br>II | Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup> |            |            |            |             |             |
|---|---|---|------------|------------|------------|-------------|-------------|
|   |   | 2003<br>III                                   | 2003<br>IV | 2004<br>I  | 2004<br>II | 2004<br>Jul | 2004<br>Ago |
| <b>Valores distintos de acciones</b>    | <b>9.161</b>                              | <b>6,9</b>                                    | <b>7,1</b> | <b>7,1</b> | <b>7,2</b> | <b>7,4</b>  | <b>7,6</b>  |
| IFM                                     | 3.477                                     | 4,7   | 5,4        | 6,3        | 8,0        | 8,4         | 8,9         |
| Instituciones financieras no monetarias | 721                                       | 28,2  | 27,6       | 22,2       | 17,6       | 15,1        | 15,2        |
| Sociedades no financieras               | 589                                       | 10,7  | 10,0       | 7,0        | 3,1        | 4,3         | 3,4         |
| Administraciones Públicas               | 4.373                                     | 5,4   | 5,4        | 5,6        | 5,6        | 5,7         | 6,0         |
| De las cuales:                          |   |   |            |            |            |             |             |
| Administración Central                  | 4.135                                     | 4,7   | 4,6        | 4,9        | 5,0        | 5,2         | 5,5         |
| Otras Administraciones Públicas         | 238                                       | 22,8  | 22,4       | 21,4       | 18,4       | 16,0        | 16,9        |
| <b>Acciones cotizadas</b>               | <b>3.790</b>                              | <b>1,1</b>                                    | <b>1,1</b> | <b>1,3</b> | <b>1,1</b> | <b>0,9</b>  | <b>0,9</b>  |
| IFM                                     | 582                                       | 0,8   | 1,3        | 1,9        | 2,3        | 1,8         | 1,4         |
| Instituciones financieras no monetarias | 362                                       | 2,1   | 2,4        | 3,1        | 1,7        | 1,9         | 1,6         |
| Sociedades no financieras               | 2.846                                     | 1,0   | 0,9        | 0,9        | 0,8        | 0,6         | 0,7         |

Fuente: BCE.

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

Los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario descendieron ligeramente en octubre, tras registrar un aumento a comienzos de septiembre (véase gráfico 7). El 3 de noviembre, los tipos de interés a doce meses del mercado monetario se situaban 8 puntos básicos por debajo de los observados a finales de septiembre del 2004. Por el contrario, 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 curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado significativamente desde finales de septiembre. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 22 puntos básicos el 3 de noviembre.

En octubre disminuyeron las expectativas de los participantes en el mercado en lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo para los próximos meses. Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con fecha de entrega en diciembre del 2004 y marzo y junio del 2005 cayeron entre 5 y 15 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre.

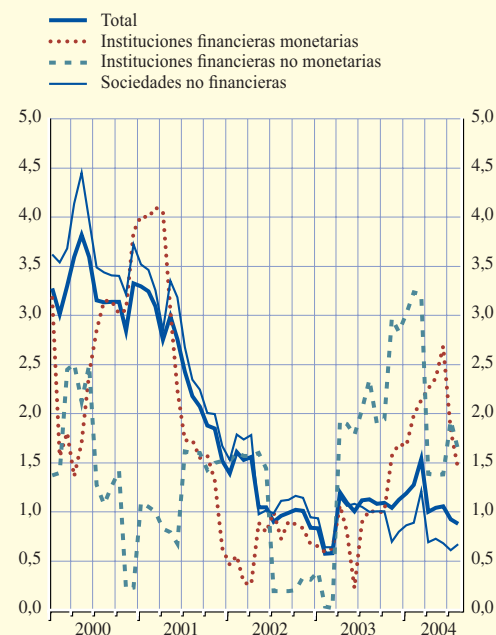
La liquidez y los tipos de interés a los plazos más cortos se mantuvieron relativamente estables entre finales de septiembre y el 3 de noviembre. Los tipos marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema ejecutadas en octubre se mantuvieron justo por encima del tipo mínimo de puja de estas operaciones, el 2%, durante todo el mes. El EONIA se situó en torno al 2,04% durante la mayor parte del mes, excepto durante la última semana del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de octubre, en la que se elevó hasta situarse en el 2,77% en la citada fecha. Esto se produjo en un contexto de una situación de liquidez restrictiva al final del período de mantenimiento de reservas como consecuencia de cambios en los factores autónomos de liquidez que el Eurosistema no pudo prever al tomar la decisión sobre la adjudicación de la última operación principal de financiación del período de mantenimiento de reservas. En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 28 de octubre, los tipos marginal y medio ponderado se situaron en el 2,10% y el 2,11%, respectivamente, esto es, 5 y 4 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En octubre del 2004, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos. Este descenso parece ser consecuencia, en parte, de expectativas menos optimistas de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento económico. 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 y en Estados Unidos.*

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

(tasas de crecimiento interanual)



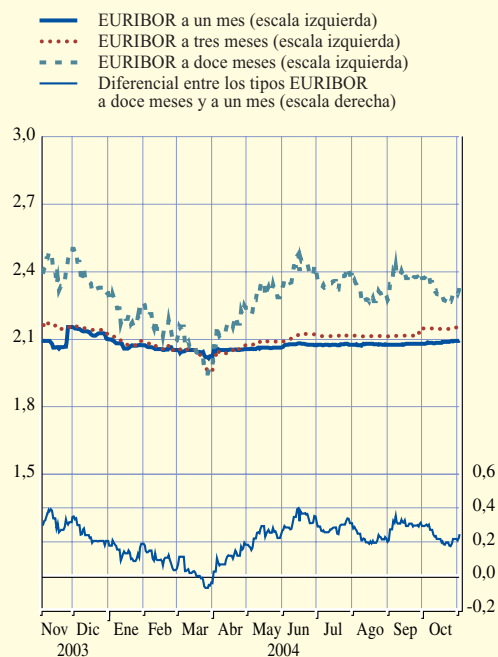
Fuente: BCE.

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



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

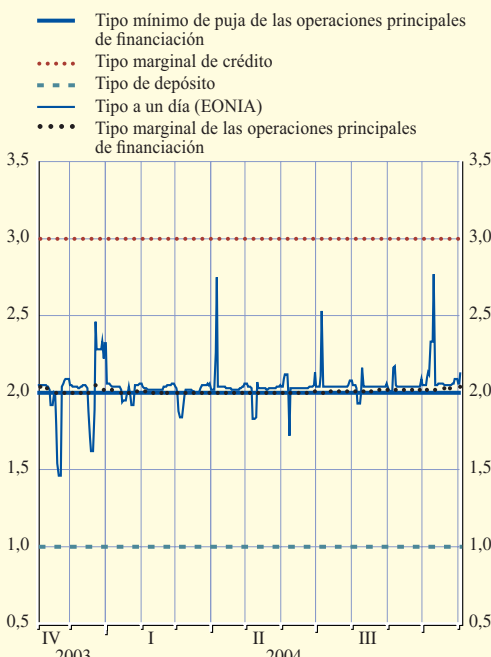
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

## ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo se redujo alrededor de 5 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre de 2004, hasta situarse cerca del 4,1% (véase gráfico 9).

Mientras que la publicación de datos del PIB real del segundo trimestre del 2004 mejores de lo previsto tuvo una incidencia positiva sobre el rendimiento de los bonos, el aumento de los precios del petróleo tuvo el efecto opuesto, ya que los inversores reconsideraron, en alguna medida, sus expectativas de crecimiento futuro de la economía estadounidense. El rendimiento de los bonos reales, medido por el de los bonos a diez años indicados con la inflación, disminuyó cerca de 30 puntos básicos, confirmando que, en el mes de octubre, la evolución del mercado estuvo principalmente determinada por la revisión de las expectativas de los inversores respecto al crecimiento económico. Al mismo tiempo, 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 elevó 25 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, lo que sugiere que puede haber surgido cierta inquietud en el mercado ante un posible incremento de las presiones inflacionistas en el futuro.

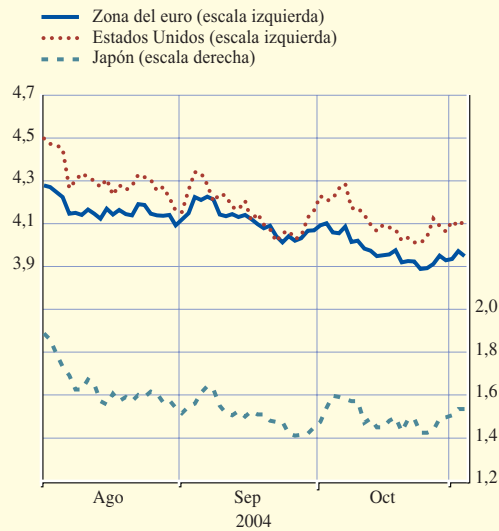
La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, experimentó escasas variaciones en octubre, situándose algo por debajo de la media observada desde 1999 (véase gráfico 10).

## JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en torno a 10 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre del 2004, fecha en la que se situó en el 1,5%. Por un lado, el

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

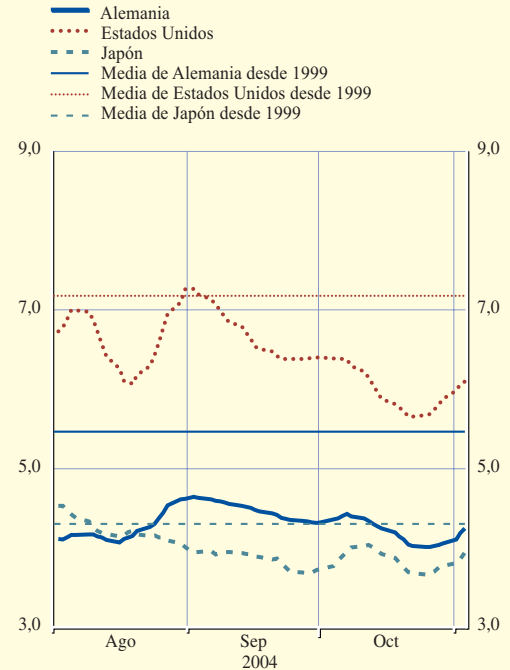
(en porcentaje; datos diarios)



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

**Gráfico 10 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija**

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



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

rendimiento de los bonos se elevó como resultado de la publicación de datos económicos mejores de lo previsto por el mercado y tras declarar el Banco de Japón que «existe la posibilidad de que los principales precios de consumo muestren una ganancia estable en el próximo ejercicio fiscal o un poco más tarde». Por otro lado, la percepción por parte de los participantes en el mercado de que los altos precios del petróleo afectarían a los exportadores japoneses y, por ende, a la actividad económica, tuvo una influencia opuesta sobre el rendimiento de los bonos.

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

### ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió ligeramente, en torno a 10 puntos básicos, entre finales de septiembre y el 3 de noviembre del 2004, fecha en la que se situó alrededor del 3,9%, con lo que el diferencial de rendimiento entre Estados Unidos y la zona del euro quedó alrededor de 20 puntos básicos.

La disminución 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 acerca de las perspectivas de crecimiento

mundial, ante el nivel persistentemente alto de los precios del petróleo. El descenso del rendimiento se produjo en todos los plazos de la curva de tipos *forward* implícitos a un día (véase gráfico 11).

Al igual que en Estados Unidos, la reducción del rendimiento de los bonos nominales a largo plazo de la zona del euro estuvo acompañada por el descenso del rendimiento de los bonos reales. El rendimiento de los bonos a diez años iniciados con la inflación disminuyó unos 15 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre. Al mismo tiempo, y al contrario de lo ocurrido en Estados Unidos, 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 iniciados 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), no mostró variaciones significativas durante el mismo período. El 3 de noviembre, la tasa de inflación implícita de la zona del euro se situó en el 2,2%. Aunque cabe considerar el nivel de este indicador con cierta cautela, debido a la existencia de varias primas de riesgo que pueden distorsionar su interpretación, se observa que es relativamente alto en comparación con la media de los últimos años.

El grado de incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medido por la volatilidad implícita de esos mercados, apenas registró cambios en octubre del 2004, permaneciendo en un nivel levemente inferior a la media observada desde 1999.

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

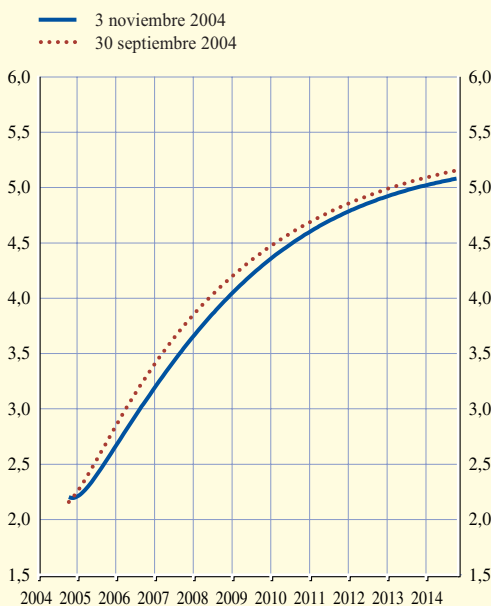
*En agosto del 2004, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no registraron variaciones.*

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones apenas registraron variaciones en agosto del 2004 (véanse gráficos 12 y 13 y cuadro 4). El tipo de interés a corto plazo del crédito al consumo a los hogares, que se elevó unos 40 puntos básicos, fue una excepción. Este aumento pareció deberse, principalmente, al cambio observado en las nuevas operaciones hacia una financiación del consumo, relativamente costosa, a través de tarjetas de crédito, en algunos países.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM prácticamente no se modificaron en los ocho primeros meses del 2004, mientras que la mayor parte de los tipos comparables aplicados a los préstamos descendieron ligeramente. Entre diciembre del 2003 y agosto del

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

(en porcentaje; datos diarios)



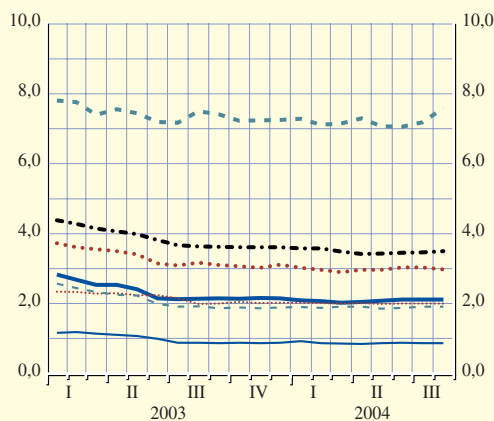
Fuente: Estimación del BCE.

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*.

**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 ajustada<sup>1)</sup>)

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



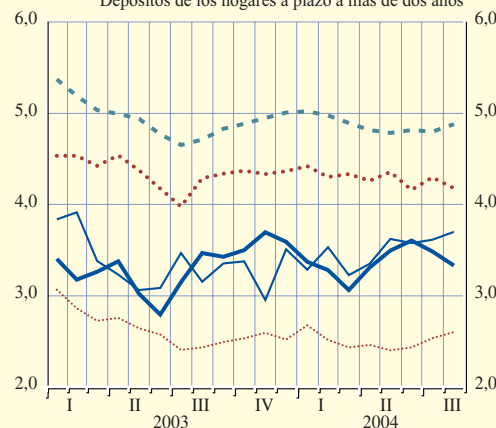
Fuente: BCE.

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.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones; con ponderación ajustada<sup>1)</sup>)

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



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.

2004, por ejemplo, los tipos de interés a corto plazo de los depósitos de los hogares y los de los depósitos a plazo de las sociedades no financieras apenas registraron variaciones. En el mismo período, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron aproximadamente 10 puntos básicos. Mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos de menor cuantía (hasta un millón de euros) a las sociedades no financieras no han variado desde diciembre del 2003, los de los préstamos de mayor cuantía (por importe superior a un millón de euros) a estas sociedades también retrocedieron unos 10 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario disminuyó un total de 4 puntos básicos en los meses de este año transcurridos hasta agosto.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM no se modificaron en agosto del 2004, y únicamente los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos de mayor cuantía (por importe superior a un millón de euros) a las sociedades no financieras descendieron más de 10 puntos básicos. Si se considera un horizonte temporal más prolongado, la mayoría de los tipos de interés a largo plazo disminuyeron moderadamente entre diciembre del 2003 y agosto del 2004, en consonancia con los tipos de interés de mercado comparables (por ejemplo, el rendimiento de la deuda pública a cinco años cayó

26 puntos básicos). Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos de mayor cuantía (por importe superior a un millón de euros) se redujeron unos 20 puntos básicos en el período considerado, mientras que los tipos aplicados por estas instituciones a los préstamos de menor cuantía (hasta un millón de euros) registraron un descenso considerablemente menor, de unos 5 puntos básicos. Durante el año en curso, la transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos bancarios comparables parece haber sido más intensa para los préstamos de mayor cuantía que para los de menor cuantía, aunque, en general, ha sido relativamente lenta, como se ha observado en el pasado.

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

 (en porcentaje; puntos básicos; con ponderación ajustada<sup>1)</sup>)

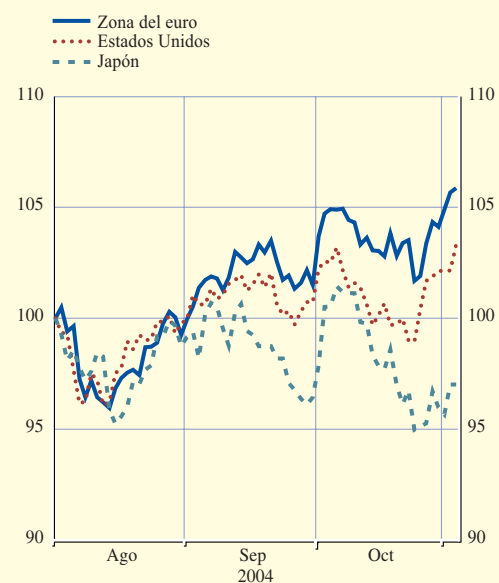
|   |             |             |             |             |             |             | Variaciones en puntos básicos hasta agosto 2004 |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---|-------------|-------------|-------------|
|   | 2004<br>Mar | 2004<br>Abr | 2004<br>May | 2004<br>Jun | 2004<br>Jul | 2004<br>Ago | 2003<br>Ene                                     | 2003<br>Dic | 2004<br>May | 2004<br>Jul |
| <b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>                       |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Depósitos de los hogares  |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| A plazo hasta un año  | 1,91        | 1,91        | 1,86        | 1,88        | 1,91        | 1,92        | -65   | 3           | 6           | 1           |
| A plazo a más de dos años   | 2,44        | 2,46        | 2,40        | 2,43        | 2,53        | 2,60        | -47   | 8           | 20          | 7           |
| Disponibles con preaviso hasta tres meses   | 2,00        | 2,01        | 2,00        | 2,00        | 2,00        | 2,00        | -34   | -2          | 0           | 0           |
| Disponibles con preaviso a más de tres meses  | 2,59        | 2,57        | 2,55        | 2,54        | 2,54        | 2,53        | -75   | -15         | -2          | -1          |
| Depósitos a la vista de las sociedades no financieras                               |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
|   | 0,86        | 0,85        | 0,87        | 0,88        | 0,87        | 0,87        | -29   | -1          | 0           | 0           |
| Depósitos de las sociedades no financieras  |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| A plazo hasta un año  | 1,96        | 1,97        | 1,96        | 1,99        | 1,99        | 1,98        | -73   | -2          | 2           | -1          |
| A plazo a más de dos años   | 3,23        | 3,35        | 3,62        | 3,58        | 3,61        | 3,70        | -14   | 19          | 8           | 9           |
| <b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>                       |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Préstamos a hogares para consumo  |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año    | 7,15        | 7,29        | 7,07        | 7,06        | 7,18        | 7,60        | -20   | 34          | 53          | 42          |
| Préstamos a hogares para adquisición de vivienda                                    |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año    | 3,49        | 3,42        | 3,43        | 3,45        | 3,46        | 3,49        | -89   | -12         | 6           | 3           |
| Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años     | 4,89        | 4,82        | 4,78        | 4,81        | 4,80        | 4,88        | -49   | -13         | 10          | 8           |
| Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras                             |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
|   | 5,56        | 5,52        | 5,46        | 5,44        | 5,37        | 5,39        | -81   | -19         | -7          | 2           |
| Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros                  |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año    | 3,98        | 3,94        | 3,96        | 3,96        | 4,02        | 4,03        | -86   | 0           | 7           | 1           |
| Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años                       | 4,80        | 4,70        | 4,63        | 4,72        | 4,68        | 4,71        | -46   | -6          | 8           | 3           |
| 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    | 2,90        | 2,97        | 2,96        | 3,03        | 3,03        | 2,98        | -74   | -13         | 2           | -5          |
| Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años                       | 4,33        | 4,26        | 4,36        | 4,16        | 4,30        | 4,18        | -36   | -18         | -18         | -12         |
| <b>Pro memoria:</b>   |             |             |             |             |             |             |   |             |             |             |
| Tipo de interés a tres meses del mercado monetario                                  | 2,03        | 2,05        | 2,09        | 2,11        | 2,12        | 2,11        | -72   | -4          | 2           | -1          |
| Rendimiento de la deuda pública a dos años  | 2,16        | 2,39        | 2,55        | 2,74        | 2,70        | 2,53        | -11   | -5          | -2          | -17         |
| Rendimiento de la deuda pública a cinco años  | 3,06        | 3,31        | 3,50        | 3,60        | 3,49        | 3,33        | -7  | -26         | -17         | -16         |

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.

**Gráfico 14 Índices bursátiles**

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

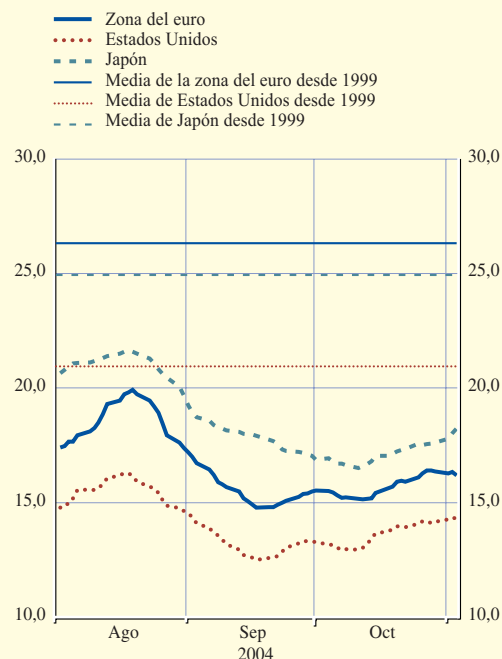


Fuente: Reuters.

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.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En octubre, las cotizaciones bursátiles subieron ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos. La publicación de resultados empresariales favorables y el recorte de los tipos de interés a largo plazo tuvieron una incidencia positiva sobre las cotizaciones bursátiles, mientras que el incremento de los precios del petróleo tuvo un efecto negativo. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó levemente, aunque siguió manteniéndose en un nivel reducido.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 amplio ganó en torno a un 2% entre finales de septiembre y el 3 de noviembre (véase gráfico 14). A esta evolución parecen haber contribuido varios factores opuestos. Por un lado, los elevados precios del petróleo ejercieron presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles, que se vieron, por otro lado, impulsadas al alza por la publicación de resultados empresariales positivos y también por el descenso del rendimiento de la deuda pública. El sector que registró la mayor subida generalizada en octubre fue el tecnológico, que se benefició del anuncio de resultados empresariales favorables.

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, creció ligeramente entre finales de

septiembre y el 3 de noviembre, aunque se mantuvo en niveles muy inferiores a la media registrada desde 1999 (véanse gráfico 15 y recuadro 3 titulado «Tendencias recientes en la volatilidad implícita en los mercados de renta variable»).

### JAPÓN

En Japón, aunque las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, experimentaron algunas fluctuaciones en octubre, en conjunto se elevaron ligeramente, en torno a un 1%, entre finales de septiembre y el 3 de noviembre. Por un lado, las cotizaciones bursátiles se beneficiaron de una serie de señales que apuntaban a una percepción más favorable de las perspectivas económicas a medio plazo por parte de los participantes en el mercado. Por otro lado, el nivel persistentemente alto de los precios del petróleo acentuó la preocupación de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento mundial y a sus posibles efectos negativos sobre las exportaciones japonesas, que habían sido hasta entonces el principal factor determinante de la recuperación económica del país.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre de los mercados japoneses de renta variable, aumentó ligeramente entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, aunque se mantuvo en un nivel sensiblemente inferior a su media histórica desde 1999.

### ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles ganaron alrededor de un 4% entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, 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. Ello pareció contrarrestar la incidencia negativa que tuvo el incremento de los precios del petróleo, a través de sus efectos observados sobre los costes de los bienes intermedios, los beneficios empresariales y, de una manera más general, las expectativas de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas económicas.

La subida de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se produjo de forma generalizada en casi todos los sectores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX, pero el sector tecnológico fue el que registró las ganancias más significativas. Las cotizaciones de ese sector, que tienden a mostrar una elevada volatilidad y que habían dado pruebas de debilidad en el mes anterior, se beneficiaron de la publicación de resultados empresariales más favorables de lo previsto.

La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, creció ligeramente entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, aunque permaneció muy por debajo de su media histórica desde 1999.

### Recuadro 3

#### TENDENCIAS RECIENTES EN LA VOLATILIDAD IMPLÍCITA EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE

La volatilidad implícita en los mercados de renta variable, que es una medida de la volatilidad a corto plazo del precio de las acciones esperada por los participantes en el mercado obtenida a partir del precio de las opciones, ha caído de forma continua en todo el mundo en el último año y medio, hasta situarse en niveles considerablemente inferiores a los de los últimos años. Se observa cierta preocupación acerca de que los niveles actuales puedan incluso ser demasiado bajos. En este recuadro se examina esta cuestión, basándose en información sobre el mercado bursátil norteamericano, pero las conclusiones pueden ser también prácticamente similares para los mercados de renta variable de las principales economías.

El gráfico A muestra la volatilidad implícita del índice Standard & Poor's 500, medida por el índice VIX (el índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago)<sup>1</sup>, a finales de cada mes, desde enero de 1990, así como la volatilidad del precio de las acciones observada para el mes siguiente, calculada como la desviación típica mensual de las variaciones porcentuales diarias del precio de las acciones. El horizonte mensual para el cálculo de la volatilidad observada concuerda con el período que transcurre hasta el vencimiento de las opciones utilizadas para calcular la volatilidad implícita. Así pues, la comparación de las dos series puede ofrecer indicios de si la volatilidad esperada por los participantes en el mercado se desvía cada mes del resultado observado, y en qué medida.

Como puede apreciarse en el gráfico A, la volatilidad implícita y la volatilidad observada muestran un alto grado de correlación. En particular, en períodos en que la volatilidad implícita es elevada, la volatilidad observada tiende también a ser elevada, y viceversa<sup>2</sup>.

Si la volatilidad implícita es una expectativa eficiente o racional de la volatilidad observada en los meses siguientes, la diferencia entre las dos debería ser puramente aleatoria. Esto significaría que los errores ex post cometidos por los participantes en lo que se refiere a las expectativas no son sistemáticos. Por el contrario, cualquier patrón sistemático en las desviaciones de la volatilidad esperada con respecto a la volatilidad observada, por ejemplo, una serie relativamente larga de errores del mismo signo en las expectativas, podría indicar una anomalía en la valoración de las acciones. En el gráfico A también figura la diferencia entre la volatilidad implícita y la volatilidad observada del índice Standard & Poor's 500. Como se desprende del gráfico, el único período en que la volatilidad esperada y la observada difirieron sustancialmente durante un tiempo prolongado transcurrió entre marzo y octubre del 2002. Durante ese período, la volatilidad implícita prevista fue considerablemente inferior a la volatilidad observada, debido a algunos acontecimientos importantes e inesperados que se produjeron en los mercados, como la divulgación de una serie de escándalos contables en Estados Unidos.

Sin embargo, en lo que se refiere a la situación actual, no hay señales de que la volatilidad implícita haya errado sistemáticamente a la baja al predecir la volatilidad observada, como debería suceder si la volatilidad implícita estuviera determinada por factores distintos a la volatilidad esperada por los participantes en el mercado. Por el contrario, parece que la volatilidad implícita se ha reducido prin-

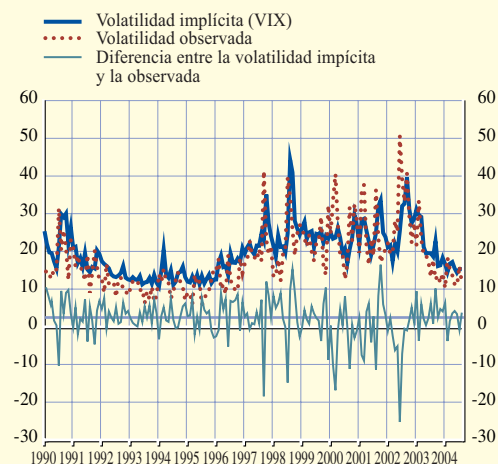
1 Para una descripción de este índice y de los cambios metodológicos efectuados recientemente, véase el correspondiente White Paper del mercado de opciones de Chicago (<http://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf>).

2 El índice VIX tiende a estar, en promedio, ligeramente por encima de la volatilidad observada, como consecuencia, probablemente, de varios sesgos de medición en las dos series. Para un análisis de estos sesgos, véase Christensen B. J. y N. R. Prabhala (1998), «The relation between implied and realized volatility», *Journal of Financial Economics*, 50, pp. 125-50.



**Gráfico A Volatilidad implícita y observada del índice Standard & Poor's 500**

(en porcentaje)

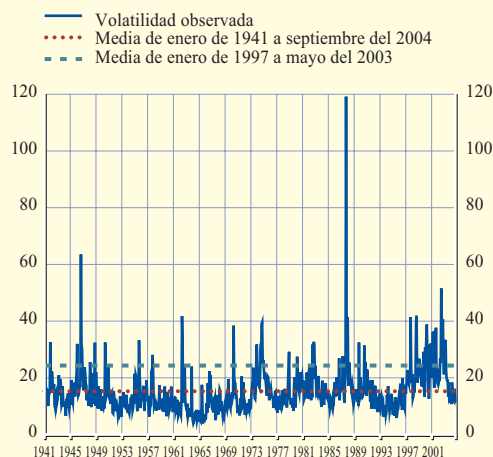


Fuentes: Mercado de opciones de Chicago, Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La línea recta muestra el diferencial medio de la diferencia entre la volatilidad implícita y la observada.

**Gráfico B Volatilidad observada del índice Standard & Poor's 500**

(en porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La volatilidad observada se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones porcentuales diarias del precio de los activos en cada mes.

principalmente porque los participantes en el mercado apreciaron un descenso en la volatilidad observada en los meses anteriores.

En el gráfico B se pone la situación actual en un contexto histórico, mostrando la volatilidad observada del mercado bursátil norteamericano desde 1941. El gráfico indica claramente que en una perspectiva a largo plazo, el nivel de la incertidumbre a que está sometido el mercado de renta variable en la actualidad no es reducido desde un punto de vista histórico. El gráfico también pone de manifiesto que el período comprendido entre 1997 y mediados del 2003 fue muy volátil, pues en él se produjo un episodio bastante prolongado de turbulencia en los mercados, causado por las crisis asiática y rusa de 1997-1998, que se vio agravado por el estallido de la burbuja bursátil relacionada con avances en las tecnologías de la información y las comunicaciones, por la serie de escándalos contables y por el incremento de las tensiones geopolíticas, entre otros factores.

Por consiguiente, puede que ahora la incertidumbre de los participantes en el mercado relacionada con acontecimientos parecidos a los de las crisis anteriores haya desaparecido finalmente. El hecho de que no se haya producido ninguna nueva e importante perturbación en los mercados durante el último año aproximadamente ha llevado, al parecer, a que los participantes en estos mercados confíen en que, en el futuro, los mercados de renta variable serán más estables, con lo que la volatilidad implícita y la volatilidad observada volverán a niveles más compatibles con las medias históricas.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó en octubre del 2004, hasta el 2,5%, tras haber disminuido 0,2 puntos porcentuales entre agosto y septiembre. El descenso registrado en septiembre fue resultado, principalmente, de la evolución de los precios de los alimentos, mientras que el aumento observado en octubre parece ser consecuencia de la elevación de la inflación en los precios de la energía. En las primeras fases de la cadena de producción se espera que el incremento de los precios de las materias primas continúe generando algunas presiones al alza sobre los precios industriales. Por lo que se refiere a la evolución de los costes laborales, los últimos datos disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento salarial interanual de la zona del euro permaneció moderado en el primer semestre del 2004. De cara al futuro, aunque es probable que las tasas de inflación interanual se mantengan en niveles sensiblemente superiores al 2% en los próximos meses, existen en estos momentos escasos indicios de que se estén desarrollando presiones inflacionistas a medio plazo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE OCTUBRE DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,5% en octubre del 2004, desde el 2,1% registrado en el mes anterior (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía de información detallada, parece que la tasa de variación interanual de los precios de la energía ha vuelto a aumentar de forma significativa, tras el leve descenso observado en septiembre. Sin embargo, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN SEPTIEMBRE DEL 2004

En septiembre del 2004, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó 0,2 puntos porcentuales con respecto a agosto, situándose en el 2,1%. Este dato fue inferior en 0,1 puntos porcentuales al avance de Eurostat. La mayor parte de los componentes, especialmente los alimentos, contribuyeron al descenso de la inflación. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,1% en septiembre.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

|   | 2002 | 2003 | 2004<br>May | 2004<br>Jun | 2004<br>Jul | 2004<br>Ago | 2004<br>Sep | 2004<br>Oct |
|---|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>IAPC y sus componentes</b>                 |      |      |             |             |             |             |             |             |
| Índice general <sup>1)</sup>                  | 2,3  | 2,1  | 2,5         | 2,4         | 2,3         | 2,3         | 2,1         | 2,5         |
| Energía                                       | -0,6 | 3,0  | 6,7         | 5,9         | 5,9         | 6,5         | 6,4         | .           |
| Alimentos no elaborados                       | 3,1  | 2,1  | 1,7         | 1,2         | 0,7         | -0,2        | -1,5        | .           |
| Alimentos elaborados                          | 3,1  | 3,3  | 3,9         | 3,8         | 3,8         | 3,6         | 3,4         | .           |
| Bienes industriales no energéticos            | 1,5  | 0,8  | 0,9         | 0,9         | 0,7         | 0,9         | 0,9         | .           |
| Servicios                                     | 3,1  | 2,5  | 2,6         | 2,6         | 2,7         | 2,7         | 2,6         | .           |
| <b>Otros indicadores de precios</b>           |      |      |             |             |             |             |             |             |
| Precios industriales                          | -0,1 | 1,4  | 2,4         | 2,4         | 2,9         | 3,1         | .           | .           |
| Precios del petróleo (euro/barril)            | 26,5 | 25,1 | 30,9        | 29,3        | 30,7        | 34,1        | 35,0        | 39,4        |
| Precios de las materias primas no energéticas | -0,9 | -4,5 | 21,1        | 21,9        | 18,0        | 11,0        | 6,9         | 3,7         |

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

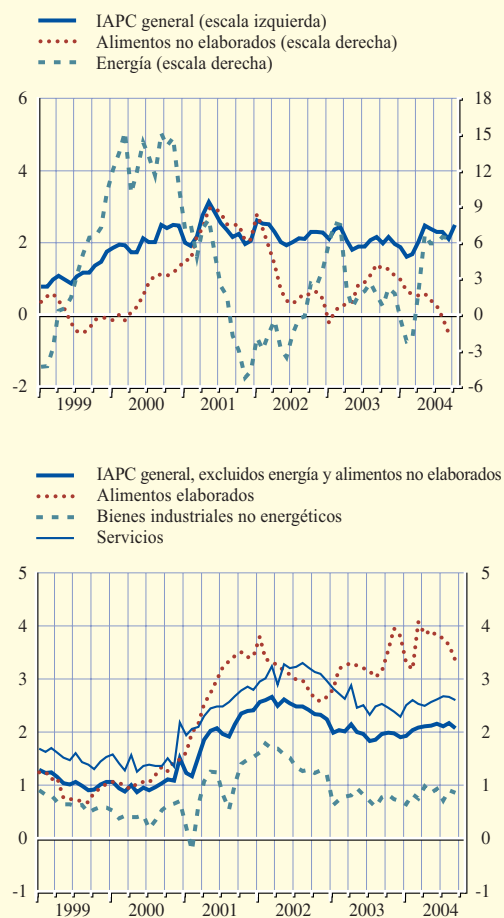
1) La inflación medida por el IAPC de octubre del 2004 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados descendió al -1,5% en septiembre del 2004, desde el -0,2% registrado en agosto (véase gráfico 16). Esta reducción fue reflejo, principalmente, de un fuerte efecto de base de las subidas que experimentaron los precios de los alimentos frescos el año anterior, como consecuencia del verano inusualmente caluroso y de la sequía que padeció la zona del euro. Por el contrario, la amplia oferta propiciada por las favorables condiciones meteorológicas que se dieron este verano hizo bajar los precios en septiembre. Este descenso se observó especialmente en las hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó 0,1 puntos porcentuales entre agosto y septiembre, hasta situarse en el 6,4%. Esta ligera moderación se debió, fundamentalmente, al recorte de los precios de los combustibles para el transporte personal.

La disminución de la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, fue resultado de la reducción de las tasas de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 0,9%, ocultando el hecho de que los mayores aumentos interanuales de los precios de los automóviles se vieron compensados por los menores incrementos de los precios de los artículos de vestir. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados bajó al 3,4% en septiembre, desde el 3,6% de agosto. Si se excluyera el tabaco, la tasa de variación interanual de este componente sería notablemente inferior, en torno al 1%. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios disminuyó también en septiembre, hasta el 2,6% desde el 2,7% del mes anterior, como consecuencia, básicamente, de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de las vacaciones organizadas.

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



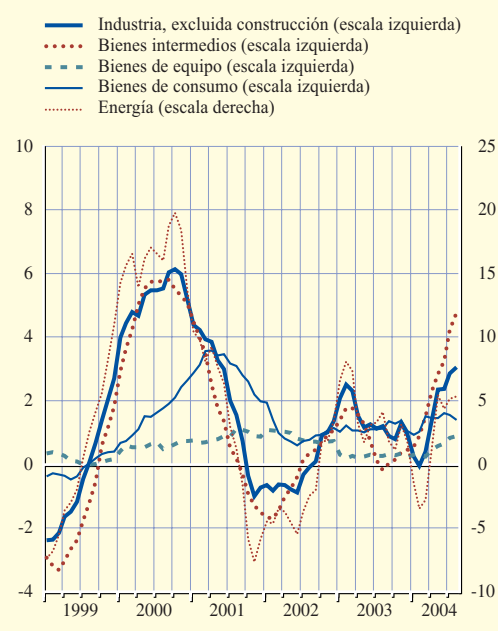
Fuente: Eurostat.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En conjunto, los datos relativos a la evolución de los precios en las primeras fases de la cadena de producción apuntan a ciertas presiones latentes. La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, se situaba en agosto del 2004 unos 3,1 puntos porcentuales por encima del nivel de febrero de este año, mes en el que empezó a manifestarse la última tendencia al alza (véase gráfico 17). Durante este período, los precios energéticos, con un incremento de unos 1,6 puntos porcentuales, fueron los que más contribuyeron a la elevación de la inflación medida por el IPRI,

### Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mientras que la contribución de los precios de los bienes intermedios fue de 1,3 puntos porcentuales. Así pues, el aumento de la inflación medida por el IPRI observado a lo largo del presente año se debe, en su práctica totalidad, a la evolución de estos dos componentes.

En agosto del 2004, la tasa de variación interanual del IPRI, excluida la construcción, ascendió al 3,1%, frente al 2,9% registrado en julio, alcanzando su nivel más alto desde mayo del 2001, como resultado del nuevo aumento que experimentaron las tasas de variación interanual de los precios de los bienes intermedios, de la energía y, en menor medida, de los bienes de equipo. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo disminuyó. La tasa de variación interanual del IPRI, excluidas la construcción y la energía, se situó en el 2,3% en agosto, en comparación con el 2,2% observado en julio.

Los datos de las encuestas relativos a los precios de los bienes intermedios sugieren que cabe esperar nuevos incrementos de los precios industriales en septiembre y octubre del 2004. 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, volvió a elevarse en octubre, alcanzando su nivel más alto desde comienzos del 2000. Además de la subida de los precios de la energía, los encuestados señalan presiones al alza sobre los precios de varios otros bienes intermedios, especialmente los productos de acero. Por su parte, el índice de precios del sector manufacturero se elevó también en octubre, situándose en su nivel más alto desde que se empezaron a recopilar estos datos en el 2002. En el sector servicios, el índice de precios de la zona del euro se elevó entre septiembre y octubre del 2004, como consecuencia, principalmente, de la subida de los precios de la energía, aunque los encuestados mencionaron también algunas presiones al alza generadas por los salarios. Al mismo tiempo, los precios medios de los proveedores de servicios bajaron ligeramente en octubre, lo que sugiere que las empresas pueden no haber ido trasladando el aumento de los costes de los bienes intermedios a lo largo de la cadena de producción.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales disponibles respaldan la opinión de que el crecimiento salarial interanual de la zona del euro permaneció moderado en el segundo trimestre del 2004 (véase gráfico 18). Con respecto al trimestre anterior, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado se mantuvo sin cambios en el segundo trimestre del 2004 y la del índice de costes laborales por hora disminuyó 0,6 puntos porcentuales, situándose ambas en el 2,1%. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual del índice de salarios negociados se redujo 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,2%, en relación con el primer trimestre (véase cuadro 6).

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

|                                   | 2002 | 2003 | 2003<br>II | 2003<br>III | 2003<br>IV | 2004<br>I | 2004<br>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       | 2,1        |
| 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       | 2,1        |
| <i>Pro memoria:</i>               |      |      |            |             |            |           |            |
| Productividad del trabajo         | 0,3  | 0,4  | 0,1        | 0,2         | 0,5        | 1,2       | 1,9        |
| Costes laborales unitarios        | 2,2  | 2,0  | 2,5        | 2,3         | 1,6        | 1,0       | 0,3        |

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

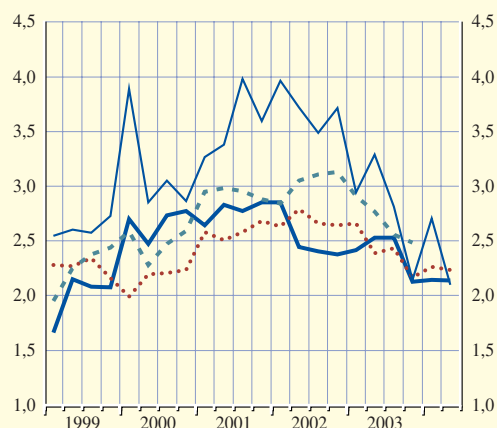
El detalle por sectores de la remuneración por asalariado muestra que la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los salarios en los sectores de la industria y la construcción se vio compensada por su aumento en el sector servicios (que representa aproximadamente el 70% de la remuneración total) entre el primer y el segundo trimestres del 2004 (véase gráfico 19). La evolución más reciente contrasta con la observada desde comienzos del 2002, que se caracterizó por el ascenso del crecimiento salarial en el sector industrial y su descenso en el sector servicios. Sin embargo, en este último sector, el reciente incremento del crecimiento interanual de los salarios se debió, enteramente, al componente de servicios no de mercado (públicos), dado que el crecimiento interanual de los salarios en los servicios de mercado ha disminuido.

En línea con la evolución más reciente de la remuneración por asalariado y con el aumento del crecimiento de la productividad, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios siguió experimentando una desaceleración en el segundo trimestre del 2004, descendiendo al 0,3%, desde el 1%

**Gráfico 18 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual)

- Remuneración por asalariado
- ... Salarios negociados
- - - Coste laboral bruto mensual
- Costes laborales por hora

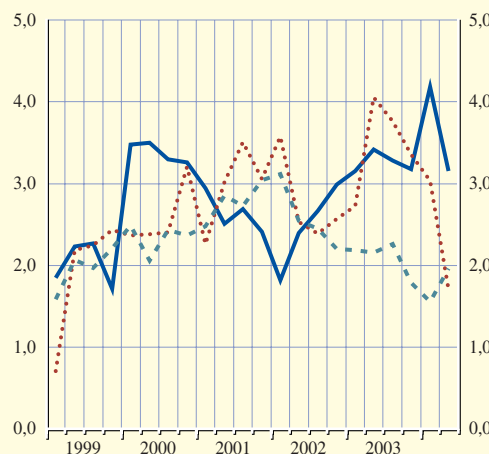


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Gráfico 19 Remuneración sectorial por asalariado**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción
- ... Construcción
- - - Servicios



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

observado en el primer trimestre, siendo esa la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios más baja alcanzada desde 1999. El crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en términos reales (es decir, deflactado por el IAPC) ha sido negativo en los tres últimos trimestres. De cara al futuro, la persistente atonía del mercado de trabajo debería propiciar la moderación salarial. También se espera que los costes laborales unitarios permanezcan moderados en los próximos trimestres, reflejo no sólo de la contención salarial sino también de la evolución favorable de la productividad laboral.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se prevé que la inflación medida por el IAPC se mantenga sensiblemente por encima del 2% en los próximos meses, ya que cabe esperar que el reciente aumento de los precios del petróleo ejerza presiones al alza sobre los precios de consumo. Sin embargo, a más largo plazo existen en estos momentos escasos indicios de que se estén desarrollando presiones inflacionistas a medio plazo en la zona del euro, opinión respaldada por los últimos datos de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre del 2004, realizada por el BCE (véase recuadro 4). En particular, el crecimiento salarial debería permanecer moderado, debido en parte a la ausencia de presiones generadas por el mercado de trabajo. Sin embargo, cabe resaltar que las perspectivas de inflación están supeditadas al supuesto de que los precios del petróleo descendan de acuerdo con las actuales expectativas del mercado y que no se deriven efectos secundarios del comportamiento de los precios y de los salarios. Por otro lado, la incidencia de las medidas fiscales sobre la inflación podría ser mayor de lo previsto en la actualidad, al no poder excluirse un nuevo incremento de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

#### Recuadro 4

#### EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO RESPECTO A LA INFLACIÓN Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA (EPE) CORRESPONDIENTE AL CUARTO TRIMESTRE DEL 2004 Y OTROS INDICADORES DISPONIBLES

Entre el 18 y el 21 de octubre de 2004, el BCE realizó su vigésima quinta encuesta a expertos en previsión económica (EPE). En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

#### Las expectativas de inflación no varían en relación con la encuesta EPE anterior

Las expectativas de inflación medida por el IAPC recogidas en la presente encuesta EPE apenas han experimentado cambios con respecto a la encuesta realizada en el verano pasado. Para el 2004, las previsiones se mantienen en el 2,1%, cifra en torno a la cual la incertidumbre ha disminuido a estas alturas del año. Para el 2005 y también para el 2006, los encuestados sitúan la inflación en el 1,9%. Así pues, estos resultados conforman el mismo perfil de inflación que el que se desprendía de la encuesta anterior. Los participantes en la encuesta consideran que los precios del petróleo influirán de forma significativa en las perspectivas generales de inflación. Según sus previsiones, la elevación de estos precios se trasladará a los precios de consumo en el 2005, aunque se verá compensada por la

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

| Inflación medida por el IAPC                 | Horizonte de la encuesta |                 |             |                 |             |                                   |
|--|--------------------------|-----------------|-------------|-----------------|-------------|-----------------------------------|
|  | 2004                     | Sep 2005        | 2005        | Sep 2006        | 2006        | A largo plazo <sup>2)</sup>       |
| Encuesta EPE IV 2004                         | 2,1                      | 1,8             | 1,9         | 1,8             | 1,9         | 1,9                               |
| Encuesta EPE anterior (EPE III 2004)         | 2,1                      | -               | 1,9         | -               | 1,9         | 1,9                               |
| Consensus Económico (octubre 2004)           | 2,1                      | -               | 1,8         | -               | 1,9         | 2,0                               |
| Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2004) | 2,1                      | -               | 1,9         | -               | 1,9         | 1,9                               |
| <b>Crecimiento del PIB real</b>              | <b>2004</b>              | <b>II 2005</b>  | <b>2005</b> | <b>II 2006</b>  | <b>2006</b> | <b>A largo plazo<sup>2)</sup></b> |
| Encuesta EPE IV 2004                         | 1,9                      | 2,0             | 2,0         | 2,2             | 2,2         | 2,2                               |
| Encuesta EPE anterior (EPE III 2004)         | 1,8                      | -               | 2,1         | -               | 2,3         | 2,3                               |
| Consensus Económico (octubre 2004)           | 1,9                      | -               | 2,0         | -               | 2,0         | 2,1                               |
| Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2004) | 1,9                      | -               | 2,1         | -               | 2,2         | 2,2                               |
| <b>Tasa de desempleo<sup>1)</sup></b>        | <b>2004</b>              | <b>Ago 2005</b> | <b>2005</b> | <b>Ago 2006</b> | <b>2006</b> | <b>A largo plazo<sup>2)</sup></b> |
| Encuesta EPE IV 2004                         | 9,0                      | 8,7             | 8,8         | 8,4             | 8,5         | 7,5                               |
| Encuesta EPE anterior (EPE III 2004)         | 8,9                      | -               | 8,6         | -               | 8,3         | 7,5                               |
| Consensus Económico (octubre 2004)           | 9,0                      | -               | 8,8         | -               | -           | -                                 |
| Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2004) | 9,0                      | -               | 8,8         | -               | 8,5         | 7,9                               |

1) En porcentaje de la población activa.

2) En la encuesta EPE actual y en la anterior, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2009. En el Barómetro de la Zona del Euro se refieren al 2008. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2010-2014.

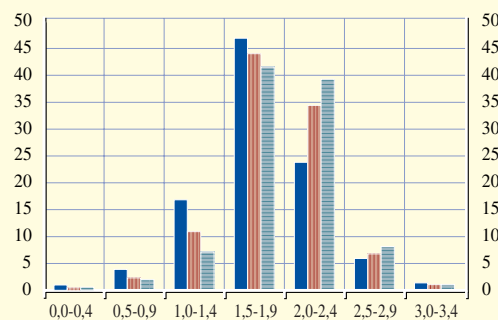
apreciación del tipo de cambio del euro, por un efecto de base a la baja sobre los precios del tabaco y de la atención sanitaria y por la recuperación gradual del crecimiento del PIB. Los encuestados opinan que los riesgos de aumento de las presiones salariales a través de efectos indirectos son limitados, especialmente en vista de la moderación que se observa actualmente en el mercado de trabajo.

En conjunto, las expectativas recogidas en la encuesta EPE para el 2004, 2005 y 2006 están, en general, en línea con las cifras que presentan Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro en octubre del 2004 (véase el cuadro anterior).

#### Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2005 en las tres últimas encuestas EPE

(en porcentaje)

■ Encuesta EPE II 2004  
■ Encuesta EPE III 2004  
■ Encuesta EPE IV 2004

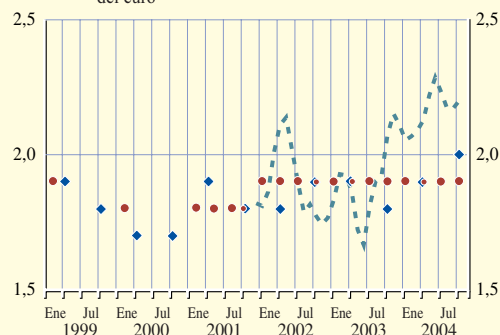


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

#### Gráfico B Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

(tasas medias de variación anual)

◆ Consensus Economics  
● EPE: Expectativas de inflación a cinco años vista  
- - - Tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro



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

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que la cifra observada se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2005 en las tres últimas encuestas. La distribución de probabilidad apunta a un nuevo aumento del riesgo alcista, con una probabilidad del 39% de que la inflación se sitúe entre el 2% y el 2,4% en el 2005. Sin embargo, para el 2006 la distribución de probabilidad se mantiene sin cambios significativos con respecto a la encuesta anterior, con sólo un leve incremento del riesgo de que la inflación se sitúe entre el 2% y el 2,4%. Numerosos encuestados señalan que el mayor riesgo procede de la incidencia que la incertidumbre geopolítica, con el consiguiente aumento de los precios del petróleo, podrá tener sobre las expectativas de inflación.

#### **Las expectativas de inflación a largo plazo y la evaluación del riesgo se mantienen estables**

Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) de los encuestados siguen situándose en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en doce encuestas EPE consecutivas (véase gráfico B). Esta previsión se corresponde con las expectativas de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro de octubre, y se sitúa ligeramente por debajo de las publicadas en el mismo mes por Consensus Economics, que recoge un aumento entre abril y octubre (desde el 1,9% al 2%).

Por lo que respecta a los indicadores de expectativas de inflación proporcionados por los instrumentos financieros, la tasa de inflación implícita a diez años obtenida de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, permanece en un nivel relativamente alto<sup>1</sup>. No obstante, cabe observar que el cálculo de la tasa de inflación implícita se ve afectado también por varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez. La hipótesis de que el nivel actual de la tasa de inflación implícita puede ser reflejo, en parte, de la incertidumbre de la inflación se ve corroborada por el hecho de que, en comparación con encuestas anteriores, se asignó también el año pasado una probabilidad relativamente elevada a una inflación igual o superior al 2% en el largo plazo. Sin embargo, esta probabilidad ha disminuido desde la encuesta realizada en el verano de este año<sup>2</sup>.

#### **Expectativas de crecimiento del PIB real y de desempleo de la zona del euro**

En relación con la encuesta EPE anterior, para el 2004 las expectativas de crecimiento del PIB de la zona del euro se han revisado al alza 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9%. Sin embargo, para el 2005 y 2006 las previsiones se han revisado a la baja 0,1 puntos porcentuales en cada año, hasta el 2% y el 2,2%, respectivamente. Los encuestados consideran que el principal motor del crecimiento del PIB es la demanda exterior, por lo que opinan que una desaceleración de la expansión económica mundial representará un importante riesgo bajista en los próximos años, lo que explica, en gran parte, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento. En el interior, unas condiciones de financiación favorables deberían propiciar un aumento de las inversiones. Con todo, los participantes en la encuesta consideran que las perspectivas de crecimiento se ven empañadas por el bajo nivel de confianza y la debilidad de la demanda, debido a la atonía del mercado de trabajo.

1 La tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el plazo (residual) de los bonos utilizados en su elaboración y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de algunos de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción más detallada del concepto de tasa de inflación implícita, véase el recuadro titulado «Obtención de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro a partir de los bonos indicados con la inflación emitidos por el Tesoro francés» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2002.

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)).



Como puede apreciarse en el cuadro, las previsiones de crecimiento de la encuesta EPE para los años 2004, 2005 y 2006 son, en general, similares a las del Barómetro de la Zona del Euro de octubre (1,9% para el 2004, 2,1% para el 2005 y 2,2% para el 2006) y a las publicadas por Consensus Economics en el mismo mes (1,9% para el 2004 y 2% tanto para el 2005 como para el 2006). En cuanto a las tasas de crecimiento a largo plazo, la encuesta EPE recoge unas expectativas a cinco años vista (es decir, para el 2009) del 2,2%, lo que supone un descenso de 0,1 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente.

En relación con la encuesta anterior se han revisado ligeramente al alza las expectativas de desempleo de la zona del euro. Este aumento es reflejo de la evolución actual de la tasa de paro, que no ha mejorado como esperaban los expertos en previsión económica en la encuesta precedente, y de las revisiones a la baja del crecimiento del PIB en los próximos años. El menor descenso del desempleo esperado en el 2005 y 2006 (hasta tasas de paro del 8,8% y del 8,5%, respectivamente) refleja el hecho de que se prevé un crecimiento del PIB meramente acorde con el crecimiento potencial. Los encuestados mantienen la tasa de desempleo a cinco años vista en el 7,5%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, y señalan las reformas estructurales y el envejecimiento de la población como factores determinantes de esta previsión.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La información más reciente sobre la actividad económica de la zona del euro ha confirmado que la recuperación prosiguió en el primer semestre del presente año. En lo que se refiere a las ramas de actividad, los datos disponibles apuntan a una expansión continuada en el tercer trimestre, aunque el crecimiento de la industria puede haber sido más moderado que en el segundo trimestre. Los datos procedentes de las encuestas también indican un crecimiento sostenido en el segundo semestre del año, aunque hay señales dispares que provocan cierta incertidumbre en cuanto a su ritmo. Por el lado del gasto, los indicadores del gasto de los hogares para el tercer trimestre sugieren que no es probable que el consumo privado se haya fortalecido con respecto al segundo trimestre. Las condiciones del mercado de trabajo se mantienen prácticamente sin cambios. De cara al futuro, si bien existen algunos riesgos para las perspectivas de crecimiento del PIB, los determinantes básicos para un crecimiento sostenido en el 2005 siguen siendo favorables.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

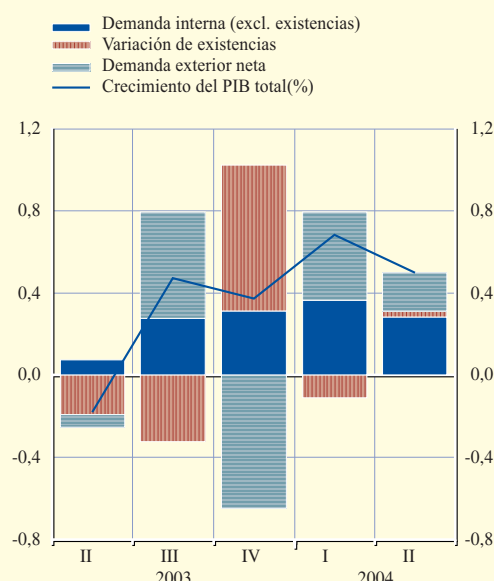
#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de los datos de las cuentas nacionales para el segundo trimestre del 2004 no experimentó cambios con respecto a la primera, mostrando un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,5% y confirmando que la recuperación prosiguió en el primer semestre del año. El crecimiento del PIB real en el primer trimestre se revisó al alza, hasta situarlo en el 0,7% en tasa intertrimestral (véase gráfico 20).

También se revisó la composición de la demanda en el segundo trimestre. Si se compara con la primera estimación, la contribución de la demanda exterior neta fue inferior, debido principalmente al menor crecimiento de las exportaciones. Este descenso se vio compensado por una revisión al alza de la contribución de la variación de existencias. En cambio, se mantuvo la estimación de que la contribución de la demanda interior (excluidas las existencias) había sido relativamente reducida, a causa, fundamentalmente, del moderado crecimiento del consumo. La desagregación de los datos de inversión, disponibles ahora para el segundo trimestre, muestra que la inversión en construcción siguió retrocediendo, mientras que en el crecimiento de la inversión excluida la construcción se registró un repunte (para más detalles véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la inversión por tipo de producto»).

**Gráfico 20 Contribuciones al crecimiento del PIB real**

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Los últimos datos relativos a la industria sugieren que es probable que el crecimiento de la producción continuara en el tercer trimestre, pero a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre. Si se compara con el mes anterior, en agosto la producción industrial (excluida la construcción) en la zona del euro se redujo de forma generalizada en todos los países y ramas de actividad, aunque, en algunos países, hubo factores especiales que agudizaron este descenso. A consecuencia de ello, la media móvil de tres meses del crecimiento de la producción mantuvo su signo positivo en agosto, aunque cayó por tercer mes consecutivo (véase gráfico 21)

Recuadro 5

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INVERSIÓN POR TIPO DE PRODUCTO**

En el año 2003 se observó un avance generalizado de la inversión, tras el descenso registrado en los dos años anteriores. Desde comienzos del 2004, el nivel de la inversión total apenas si ha experimentado modificaciones (véase gráfico A). Esta estabilización es consecuencia, sin embargo, de la evolución dispar de la inversión en construcción y de la inversión, excluida la construcción, suponiendo cada una de estas partes, aproximadamente, la mitad de la inversión total. La inversión en construcción disminuyó en el primer semestre del 2004, pero esta disminución se vio contrarrestada por un aumento de la inversión, excluida la construcción, que, además de bienes de equipo, incluye productos agrícolas y otros productos. En este recuadro se resume la evolución reciente de la inversión por tipo de producto hasta finales del segundo trimestre del 2004.

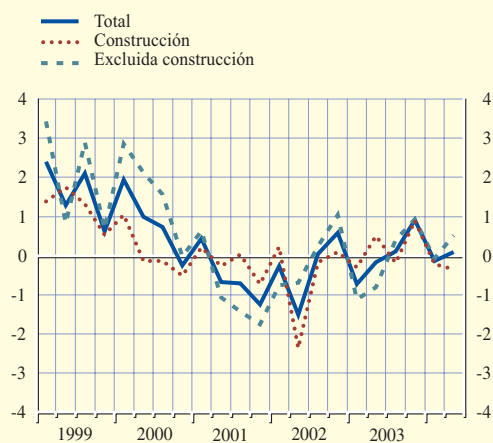
**La inversión en productos metálicos y maquinaria se mantuvo como el principal factor determinante del aumento de la inversión excluida la construcción**

En promedio, la inversión excluida la construcción de la zona del euro continuó creciendo durante el primer semestre del año, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del segundo semestre del año pasado. Tras estabilizarse en el primer trimestre del 2004, esta inversión avanzó un 0,5% en el segundo trimestre, en comparación con el incremento del 0,9% registrado en el cuarto trimestre del año anterior. Esta evolución podría reflejar, en parte, una nueva mejora de la confianza industrial en el segundo trimestre del 2004, tras su estabilización en el primer trimestre.

Los distintos componentes de la inversión excluida la construcción evolucionaron de forma dispar (véase gráfico B). Mientras que la inversión en productos metálicos y maquinaria (el componente más importante, con, aproximadamente, el 30% de la inversión total) se redujo en el primer trimestre del año 2004 y aumentó en el segundo, en los otros dos componentes se observó un patrón de crecimiento opuesto.

**Gráfico A Inversión total, inversión en construcción, inversión excluida la construcción**

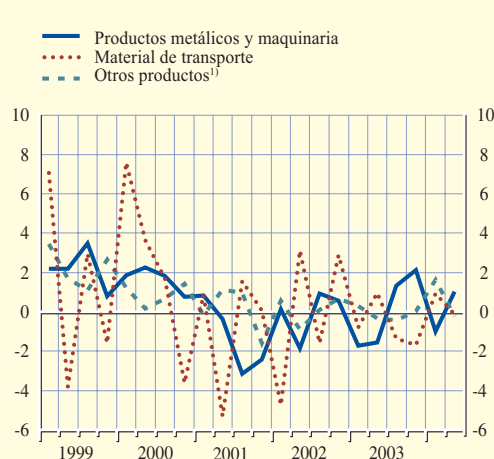
(variaciones intertrimestrales, datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico B Detalle de la inversión excluida la construcción**

(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
1) Incluye productos agrícolas.

En promedio, durante la primera mitad del 2004, tanto la inversión en productos metálicos y maquinaria como la inversión en otros productos (está última, con el 10% de la inversión total) se incrementaron con respecto al segundo semestre del 2003. La inversión en material de transporte (con otro 10% de la inversión total) se mantuvo prácticamente inalterada, tras el descenso registrado en el segundo semestre del 2003.

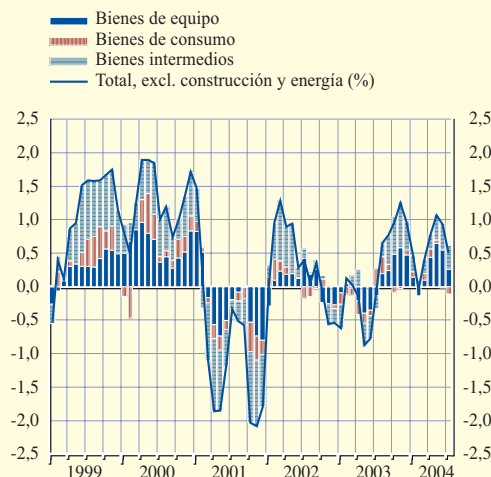
### La inversión en construcción se redujo en el primer semestre del 2004

La inversión en construcción en la zona del euro descendió, tanto en el primer trimestre del 2004 como en el segundo, entre un 0,2% y un 0,3%, en contraposición con las mejoras observadas a finales del año anterior. Este descenso se debe, fundamentalmente, al componente de inversión no residencial, mientras que la inversión residencial siguió creciendo, aunque a un ritmo ligeramente inferior al de finales del pasado año. Ambos componentes se vieron muy influidos por la desfavorable evolución que tuvo lugar en Alemania. Si se excluye este país, tanto la inversión residencial como la no residencial aumentaron durante el primer semestre del 2004, en comparación con el segundo semestre del 2003.

Pese al descenso de la producción en las principales ramas de actividad durante el mes de agosto, en comparación con el mes precedente, si se tiene en cuenta la menor volatilidad de las medias móviles de tres meses, la evolución apunta a la estabilización del crecimiento de la producción de bienes intermedios en valores positivos. El crecimiento de los bienes de equipo se redujo con respecto a los niveles todavía relativamente elevados observados en el segundo trimestre. Por el contrario, el crecimiento de la producción de bienes de consumo se moderó aún más, y puede que haya sido negativo en el conjunto del tercer trimestre.

**Gráfico 21 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial**

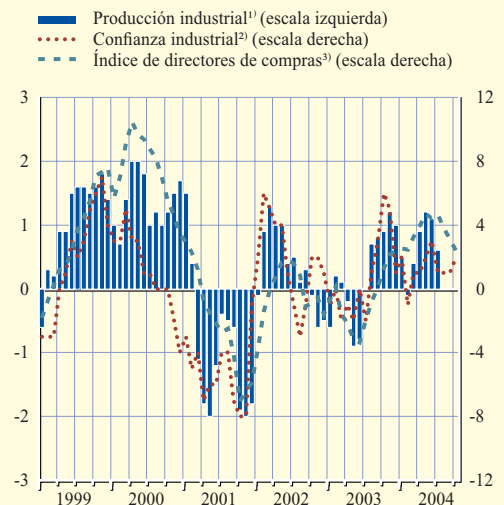
(contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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.

**Gráfico 22 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 relativas a las manufacturas sugieren que es probable que la producción industrial haya continuado creciendo a comienzos del cuarto trimestre del 2004. Los indicios son más contradictorios para los servicios, pero parecen ser compatibles, en general, con una expansión continuada de la producción también en esta rama.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial aumentó ligeramente en octubre, por segundo mes consecutivo (véase gráfico 22). Este incremento sugiere que la confianza industrial sigue mejorando gradualmente, tras una pausa en los meses de verano. La valoración de la cartera de pedidos y de las existencias contribuyó positivamente a la mejora del indicador general de confianza en octubre, al tiempo que se estabilizaron las expectativas de producción. Por el contrario, el índice de directores de compras de las manufacturas descendió en octubre por tercer mes consecutivo. Este descenso fue relativamente generalizado en todos sus componentes. Al igual que en septiembre, este deterioro tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución seguida por la producción y por los nuevos pedidos. El comportamiento reciente del índice de directores de compras apuntaría a un crecimiento constante, pero moderado, de las manufacturas a comienzos del cuarto trimestre del 2004. En general, los datos de las encuestas indican que la confianza industrial no se ha visto afectada significativamente por el reciente aumento de los precios del petróleo, lo que sugiere un crecimiento sostenido de la producción industrial.

En cuanto a los servicios, las encuestas de la Comisión Europea siguen apuntando a una práctica estabilización de la confianza en los diez primeros meses del 2004. El índice de directores de compras para la actividad comercial de los servicios aumentó ligeramente en octubre, tras haber disminuido en promedio en los tres primeros trimestres del 2004. Si bien el nivel del índice de directores de compras es compatible con el crecimiento sostenido de los servicios de mercado, el hecho de que se situara notablemente por debajo de su último máximo, alcanzado en enero del 2004, sugiere que el crecimiento registrado en los últimos meses puede haber sido más moderado que a comienzos de año.

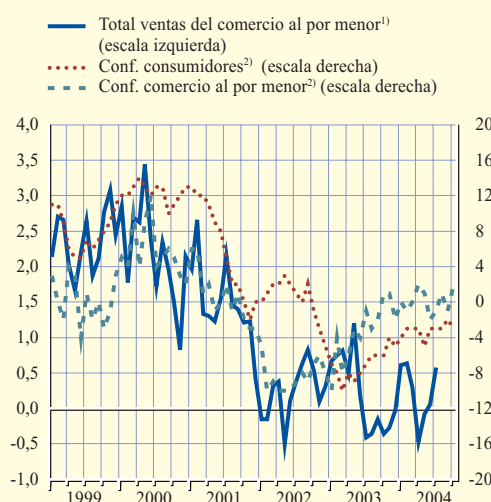
### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores mensuales disponibles del gasto de los hogares en el tercer trimestre del 2004 sugieren que no es probable que el crecimiento del consumo privado se haya fortalecido con respecto al segundo trimestre.

En agosto, el volumen de ventas del comercio al por menor experimentó un recorte del 1,5%, que se produjo por igual en los alimentos y en los productos no alimenticios. Si se tiene en cuenta la media móvil de tres meses, el crecimiento de las ventas al por menor fue positivo por primera vez desde abril del 2004 (véase gráfico 23), debido fundamentalmente al fuerte incremento registrado en junio. Sin embargo, a

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

(datos mensuales)



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

menos que estas ventas mejoren sustancialmente en septiembre, no es probable que contribuyan de forma significativa al crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre. Las matriculaciones de automóviles de la zona del euro crecieron en septiembre, en comparación con agosto, pero descendieron considerablemente con respecto a los meses anteriores. Ello supone una contracción intertrimestral del 2,5% en el conjunto del tercer trimestre. La confianza de los consumidores se ha mantenido básicamente sin cambios durante el presente año, tras la mejora experimentada en las etapas iniciales de la recuperación económica a mediados del 2003. La reducida confianza de los consumidores sigue siendo, por tanto, un factor que afecta al crecimiento del consumo privado.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

### DESEMPLEO

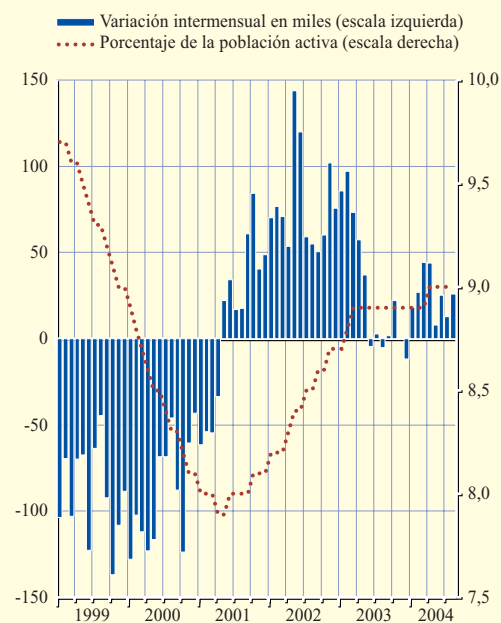
El número de desempleados de la zona del euro se mantuvo prácticamente inalterado. La tasa de paro permaneció en el 9% en agosto, sin cambios desde abril de este año (véase gráfico 24). El número de parados aumentó de nuevo en agosto del 2004, y la información disponible acerca de los distintos países sugiere que es probable que se haya incrementado también en septiembre. No obstante, se espera que el crecimiento medio del número de desempleados haya sido menor en el tercer trimestre del 2004 que en el segundo trimestre y en el primer semestre del 2004.

### EMPLEO

El crecimiento del empleo fue positivo en el segundo trimestre del 2004, con una tasa intertrimestral del 0,1%, frente al crecimiento nulo del primer trimestre (véase cuadro 7). Esta mejora es consecuencia tanto de un menor descenso del empleo en la industria como de un mayor crecimiento del empleo en los servicios.

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

|                          | Tasas interanuales |      | Tasas intertrimestrales |             |            |           |            |
|--------------------------|--------------------|------|-------------------------|-------------|------------|-----------|------------|
|                          | 2002               | 2003 | 2003<br>II              | 2003<br>III | 2003<br>IV | 2004<br>I | 2004<br>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.

Los indicadores a corto plazo apuntan a un crecimiento sostenido del empleo en el segundo semestre del 2004, pero no indican ninguna mejora significativa en su ritmo de crecimiento. Según las últimas encuestas de la Comisión Europea, las expectativas de empleo en la zona del euro mejoraron en octubre en todos los sectores, excepto en los servicios, donde no experimentaron cambios. En general, desde mediados del 2004, las expectativas de empleo mejoraron ligeramente en las manufacturas, pero empeoraron en los servicios. El índice de directores de compras para el empleo en las manufacturas disminuyó ligeramente en octubre, y su nivel no señala una expansión del empleo a comienzos del cuarto trimestre. Por el contrario, el índice de directores de compras para el empleo en los servicios aumentó marginalmente en octubre y muestra una expansión en el crecimiento del empleo en los servicios por tercer mes consecutivo. En resumen, la información disponible indica una situación bastante estable, o de ligera mejora, en el mercado de trabajo en el segundo semestre del año.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Aunque los indicadores a corto plazo muestran señales más dispares, los determinantes básicos para un crecimiento sostenido en el 2005 siguen siendo positivos. En lo que se refiere al sector exterior, las exportaciones de la zona del euro deberían continuar beneficiándose de la favorable situación de la demanda mundial, a pesar de haberse moderado ligeramente. En el ámbito interno, la inversión debería verse respaldada por el entorno internacional, unas condiciones de financiación muy favorables en la zona del euro, la mejora de los beneficios y el aumento de la eficiencia en las empresas logrado mediante su reestructuración. Por otra parte, existe en la zona del euro margen para el fortalecimiento del consumo privado, en particular cuando las perspectivas de empleo mejoren de forma más apreciable. Aún persiste cierta incertidumbre en cuanto a las perspectivas de la actividad económica. Los riesgos proceden, concretamente, del comportamiento reciente de los mercados del petróleo. Si los precios del crudo se mantuvieran en sus elevados niveles actuales, o incluso aumentaran, podrían moderar la intensidad de la recuperación, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Durante la primera parte de octubre, el tipo de cambio del euro se mantuvo, en líneas generales, dentro de los intervalos de fluctuación observados desde mayo del 2004. Sin embargo, hacia finales del mes, el dólar estadounidense experimentó una depreciación generalizada que se tradujo en una moderada apreciación del euro en términos efectivos. La mayor inquietud existente en el mercado acerca de las perspectivas de crecimiento mundial, en vista de los elevados precios del petróleo y de los indicios de una moderación de los flujos de capital hacia Estados Unidos, parece haber contribuido a esta evolución. En contraposición con las fluctuaciones relativamente intensas registradas entre los principales tipos de cambio, el euro mantuvo una relativa estabilidad frente a las monedas de la mayoría de los nuevos Estados miembros de la UE.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

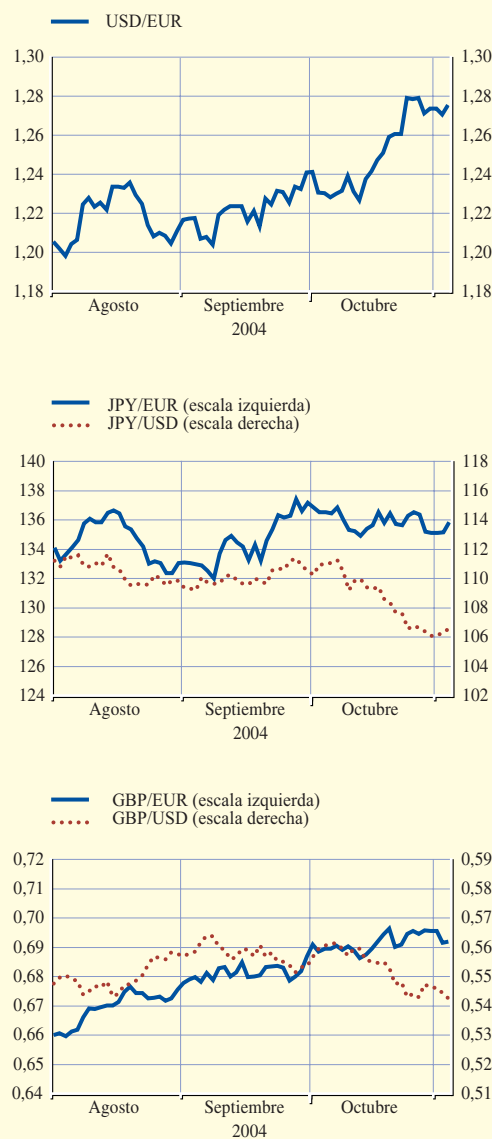
El euro se apreció de forma significativa frente al dólar estadounidense en octubre, especialmente hacia finales del mes, para estabilizarse a comienzos de noviembre (véase gráfico 25). La depreciación generalizada del dólar durante la segunda quincena de octubre tuvo lugar tras la publicación de datos indicativos de una moderación del ritmo de la actividad económica en Estados Unidos (manifestada en una cifra de producción industrial inferior a la prevista), de una atonía del mercado de trabajo y de una caída de la confianza de los consumidores. Asimismo, en la citada evolución podría haber tenido algún efecto la publicación de datos que confirmaban una desaceleración de los flujos de entrada de capital hacia Estados Unidos durante el mes de agosto. Además, en vista de la persistencia de los elevados precios del petróleo, los participantes en el mercado parecen haber revisado a la baja sus expectativas acerca de la futura senda de los tipos de interés en Estados Unidos. El 3 de noviembre, el euro cotizaba a 1,28 dólares, es decir, un 2,8% más que a finales de septiembre, y un 12,8% por encima de la media del 2003.

#### YEN JAPONÉS/EURO

En octubre, el euro experimentó una moderada depreciación frente al yen japonés (véase gráfico 25). Al mismo tiempo, la moneda nipona se apreció de forma notable con respecto al dólar estadounidense, especialmente hacia finales de octubre. La cotización de la divisa japonesa podría haberse visto estimulada por la publicación de datos indicativos

Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

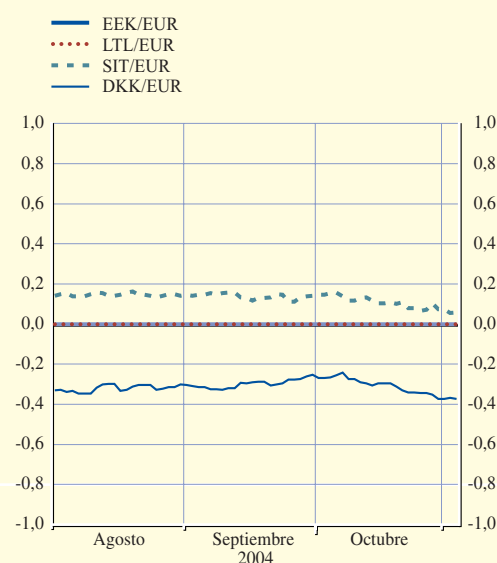


Fuente: BCE.



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

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central 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  $\pm 15\%$ .

de una relativa fortaleza de las exportaciones y por unos indicadores de confianza de consumidores y empresas que sugieren únicamente una modesta desaceleración de la actividad económica en Japón. El 3 de noviembre, el euro cotizaba a 135,9 yenes, esto es, un 1% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre y un 3,7% por encima de la media del 2003.

### MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno continuaron fluctuando dentro de intervalos estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 26). 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 continuó apreciándose de forma moderada frente a la libra esterlina en el mes de octubre (véase gráfico 25). El debilitamiento de la libra frente al euro en este período volvió básicamente a estar relacionado con las señales de mode-

ración de la inflación de los precios de la vivienda observadas en los últimos meses. El 3 de noviembre, el euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, es decir, a un nivel superior en un 0,7% al registrado a finales de septiembre, pero igual a la media del 2003. Por otra parte, el euro se apreció en cierto grado frente al lats letón –moneda que se encuentra vinculada parcialmente al dólar estadounidense a través de su régimen de tipo de cambio– durante el período analizado, pero continuó depreciándose frente al zloty polaco y, en menor medida, frente al forint húngaro y la corona checa. Al mismo tiempo, el euro se mantuvo, en general, estable con respecto a la libra chipriota, la lira maltesa, la corona eslovaca y la corona sueca.

### OTRAS MONEDAS

En lo que se refiere a otras monedas, el euro se depreció en octubre en más de un 1% frente al franco suizo. En el mismo mes, cabe destacar la apreciación continuada de la corona noruega, el dólar canadiense y el dólar australiano, divisas que se beneficiaron de la persistente subida de los precios del petróleo y del nivel relativamente elevado de los precios de las materias primas distintas del petróleo. Al mismo tiempo, el euro siguió apreciándose frente a diversas monedas asiáticas.

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 3 de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,8% por encima de su nivel a finales de septiembre, y un 5% por encima de la media del 2003 (véase gráfico 27). La apreciación del euro en términos efectivos observada en octubre se debió, fundamentalmente, a su fortalecimiento frente al dólar estadounidense, el renminbi chino y la libra esterlina, monedas con una ponderación relativa considerable en la cesta de tipos de cambio efectivos ponderados por el comercio, que sólo se vio en

parte compensada por su moderada depreciación frente al yen japonés, el franco suizo, el zloty polaco y las monedas de los países exportadores de materias primas.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

La cifra de exportaciones de bienes en términos nominales se mantuvo en agosto prácticamente sin cambios con respecto a la registrada en el mes anterior, mientras que las importaciones aumentaron, debido en parte a la escalada de los precios del petróleo. Aun así, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se situó por encima del nivel alcanzado un año antes. En la cuenta financiera, las salidas netas acumuladas de doce meses en el agregado de inversiones directas y de cartera disminuyeron durante el mes de agosto.

### CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

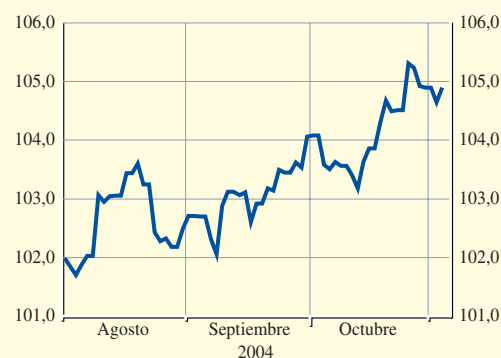
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro se situó en agosto próxima al equilibrio (registrando un déficit de 0,4 mm de euros, que corresponde a un superávit de 2,1 mm de euros con datos sin desestacionalizar). Dicha cifra fue, básicamente, reflejo del superávit registrado en la balanza de bienes, que se vio compensado por un déficit de la balanza de transferencias corrientes (véase cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). En comparación con el mes precedente, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo en 1,4 mm de euros, como consecuencia, principalmente, de un descenso del superávit de la balanza de bienes (de 3,7 mm de euros), que sólo se vio parcialmente compensado por un aumento del superávit de la balanza de servicios (de 1,1 mm de euros) y por una disminución de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (por importes de 0,4 mm de euros y 0,8 mm de euros, respectivamente).

En agosto, las exportaciones de bienes en términos nominales se mantuvieron sin cambios con respecto a las contabilizadas en el mes anterior, mientras que las importaciones aumentaron un 4,2%, impulsadas por el alza de los precios del petróleo y cimentadas en el actual crecimiento de la demanda interna de la zona del euro. En contraposición, las exportaciones de servicios se elevaron un 3,7% durante el mismo período, mientras que las importaciones de servicios caían un 0,4%. La media móvil de tres meses de las exportaciones de bienes y servicios experimentó un descenso en agosto, al tiempo que las importaciones de bienes y servicios continuaban mostrando un crecimiento vigoroso (véase gráfico 28).

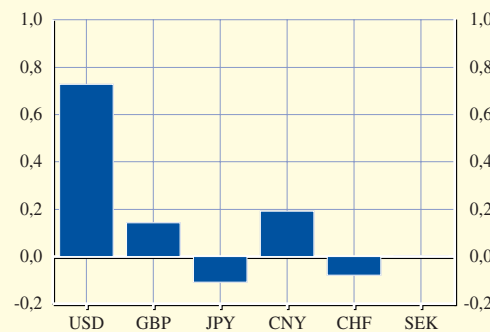
**Gráfico 27 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)

Índice: 1999 I = 100



**Contribución a las variaciones de los TCE<sup>2)</sup>**  
30 septiembre 2004 - 3 noviembre 2004  
(en puntos porcentuales)



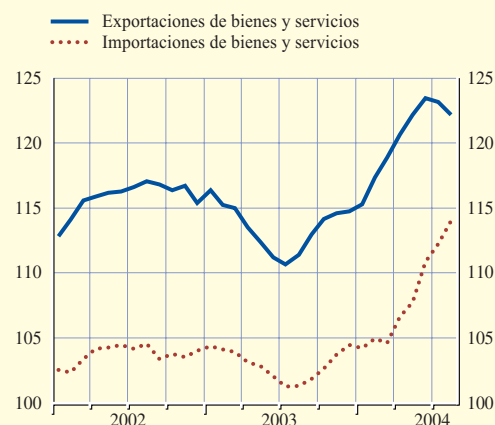
Fuente: BCE.

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

**Gráfico 28 Exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la zona del euro**

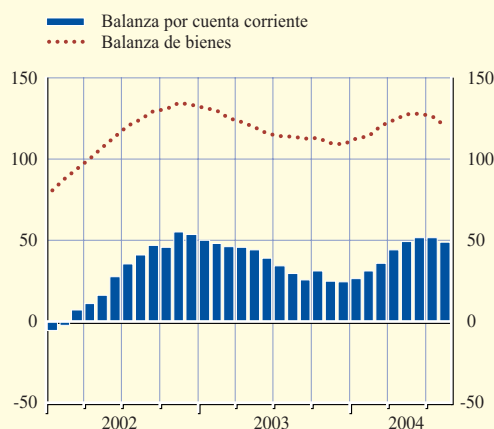
(mm de euros; medias móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

**Gráfico 29 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro**

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



Fuente: BCE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta agosto del 2004 se situó en 48,9 mm de euros (en torno a un 0,7% del PIB), en comparación con los 29,3 mm de euros registrados un año antes (véase gráfico 29). La evolución de las balanzas de bienes y de rentas ha sido el principal factor responsable de este aumento. En concreto, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes se incrementó en 6,8 mm de euros, mientras que el déficit de la balanza de rentas se redujo en 14,1 mm de euros. La disminución del déficit de la balanza de rentas se debió, fundamentalmente, a un descenso de los pagos por rentas.

### CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera arrojó unas entradas netas por importe de 9,6 mm de euros durante el mes de agosto, como reflejo de las entradas netas contabilizadas tanto en inversiones directas como en inversiones de cartera (de 4,4 mm de euros y 5,1 mm de euros, respectivamente). La evolución de las inversiones directas vino, en gran medida, determinada por las entradas netas registradas en la rúbrica de «otro capital», como resultado, básicamente, del reembolso de préstamos entre empresas relacionadas efectuado por las filiales extranjeras de empresas residentes en la zona del euro. Estas entradas netas se vieron compensadas, en parte, por las salidas netas contabilizadas en las rúbricas de acciones y participaciones de capital y de beneficios reinvertidos. Las entradas netas en inversiones de cartera obedecieron, principalmente, a las adquisiciones netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes, que sólo resultaron parcialmente compensadas por las adquisiciones netas de acciones y participaciones extranjeras efectuadas por residentes en la zona del euro. La relativa mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro podría haber contribuido a fomentar las adquisiciones netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de los agentes no residentes.

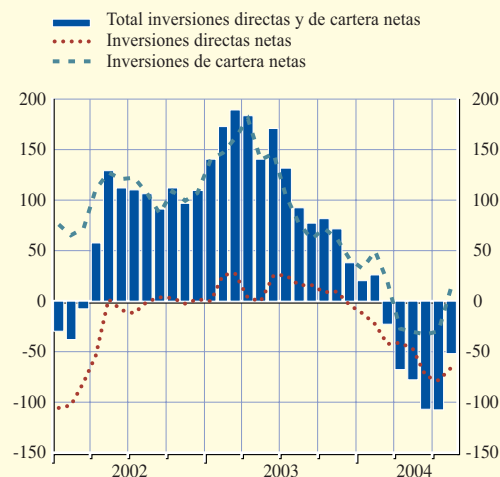
En el período de doce meses hasta agosto del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera arrojó unas salidas netas acumuladas por importe de 52,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 63,8 mm de euros registradas un año antes (véase gráfico 30). Esta evolución refleja un cambio de signo desde

entradas netas a salidas netas en las inversiones directas, además de unas menores entradas netas en las inversiones de cartera. El cambio de tendencia de las inversiones directas netas se debió, fundamentalmente, a un notable descenso de los flujos de entrada de inversiones directas extranjeras hacia la zona del euro (desde 135,4 mm de euros hasta 42,4 mm de euros), mientras que la cifra de inversiones directas de los residentes de la zona del euro en el exterior se mantuvo relativamente estable, por encima de los 100 mm de euros. El descenso de las entradas netas en inversiones de cartera fue, en buena medida, resultado de un aumento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones extranjeras e instrumentos del mercado monetario realizadas por residentes en la zona del euro (desde 66,7 mm de euros hasta 156,9 mm de euros).

En agosto del 2004, las salidas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron en comparación con las cifras del mes precedente. Esta evolución se debió, básicamente, al cambio de tendencia registrado durante dicho período en las inversiones de cartera netas, desde salidas netas a entradas netas, así como a las menores salidas netas en inversiones directas extranjeras. No obstante, el cambio de signo observado en los flujos netos acumulados de inversiones de cartera puede atribuirse, en parte, a efectos de base, ya que en la rúbrica de valores distintos de acciones se registraron unas considerables ventas netas realizadas por no residentes en julio y agosto del 2003, las cuales dejaron ya de contabilizarse en el cálculo de las cifras acumuladas de doce meses hasta agosto del 2004.

**Gráfico 30 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.

## ARTÍCULOS

# LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

*El petróleo desempeña un destacado papel en la economía debido a su uso generalizado como factor de producción en el proceso productivo y como bien de consumo final. En consecuencia, cualquier variación importante de los precios del petróleo causa efectos diversos en la economía. Por el lado de los precios, los efectos directos provocados por los bienes energéticos en la cesta de bienes de consumo son inevitables tras una perturbación de los precios del petróleo, y pueden producirse también efectos indirectos como consecuencia de la subida de los costes de los insumos que se transmiten a los precios de consumo a través de la cadena de producción interna. Evitar efectos secundarios a través de la reacción adecuada de los salarios a las subidas de los precios del petróleo es especialmente importante. En lo que respecta a la actividad económica real, una subida de los precios del petróleo causa un efecto negativo en el producto debido a los mayores costes de producción y a la disminución del poder adquisitivo real. En general, las estimaciones empíricas de modelos macroeconómicos de gran escala indican que las variaciones pronunciadas de los precios del petróleo causan un efecto evidente en la inflación de la zona del euro y, en menor medida, en la actividad económica. Es importante tener presente que estos resultados están sujetos a incertidumbre porque los modelos estándar no pueden tomar en consideración todos los posibles canales a través de los que los precios de esta materia prima influyen en la economía. Por otra parte, la magnitud del impacto de las variaciones de los precios del crudo en los precios y en la actividad económica depende, en gran parte, de la reacción de los salarios y de la política fiscal y monetaria. En cuanto a la contención de las presiones sobre los precios, un grado elevado de credibilidad y una reacción apropiada de política monetaria resultan fundamentales.*

*Las recientes subidas de los precios del petróleo parecen ser de magnitud más limitada que las dramáticas perturbaciones causadas por el incremento de dichos precios en la década de los setenta, sobre todo en términos reales. Además, los cambios estructurales, como la menor dependencia del petróleo y la mayor flexibilidad de los mercados de trabajo y de producto indican que, actualmente, una perturbación de este tipo provoca un impacto menor en la economía de la zona del euro que en el pasado. No obstante, aunque parece que, hasta la fecha, el crecimiento de la zona del euro no ha resultado muy afectado por el alza reciente de los precios del petróleo, la persistencia de precios elevados o incrementos adicionales serían motivo de preocupación. En cuanto a la evolución de los precios, la citada subida ya ha causado un notable impacto directo en la inflación de la zona del euro. En este contexto, la política monetaria debe garantizar que este efecto directo no exacerba las expectativas inflacionistas y permanecer atenta a la aparición de efectos secundarios.*

### I INTRODUCCIÓN

La trayectoria reciente de los precios del petróleo ha suscitado la cuestión de si podría tener efectos similares a los de las importantes perturbaciones de 1973-1974 y 1979-1980, que provocaron una recesión económica y un aumento de la inflación. Sin embargo, las características de las recientes subidas del precio del crudo pueden ser, hasta cierto punto, distintas de las del pasado. Por otra parte, diversos factores pueden haber cambiado la forma en la que los precios afectan a la economía. Por ejemplo, las diferencias en la estructura de la economía y en la reacción de las políticas económicas podrían haber modificado el funcionamiento de los diversos canales a través de los que estas perturbaciones se transmiten a la actividad econó-

mica. En este artículo se analizan los aspectos anteriormente señalados, y se centra especialmente en la economía de la zona del euro.

En la sección 2 se describe la trayectoria de los precios del petróleo desde la década de los setenta y se analiza la actual subida de dichos precios en el contexto de anteriores episodios alcistas. En la sección 3 se explican los diversos canales a través de los que, en principio, los precios del petróleo se transmiten al crecimiento económico y a la inflación, y se presenta evidencia empírica del impacto de una perturbación causada por una subida de los precios del petróleo en la economía de la zona del euro obtenida a partir de modelos macroeconómicos. Además, en esta sección se consideran determinadas características de las perturbaciones en

los precios y en la actividad económica causadas por un incremento de los precios del petróleo. Dado que la transmisión también puede resultar afectada por factores estructurales, en la sección 4 se analiza hasta qué punto son relevantes tales factores para la economía de la zona del euro. En la sección 5 se aborda el papel de la política macroeconómica y sus implicaciones para la transmisión de los precios del petróleo a la economía, y en la sección 6 se recogen algunas conclusiones.

## 2 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO DESDE LA DÉCADA DE LOS SETENTA

En esta sección se analiza la evolución de los precios del petróleo en los últimos treinta años y se compara la trayectoria reciente con las fluctuaciones más importantes observadas en el pasado.

### EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

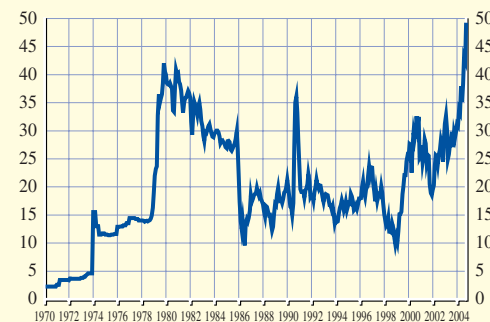
Después de décadas en las que los precios del petróleo se mantuvieron relativamente estables, la primera perturbación causada por una subida de los precios del petróleo se produjo como consecuencia de las tensiones políticas y militares en Oriente Medio y provocó un aumento de los citados precios, de 4,6 dólares en octubre de 1973 a 15,5 dólares en marzo de 1974 (véase gráfico 1).

La segunda perturbación causada por un aumento de los precios del petróleo, que también tuvo su origen en el conflicto político y militar de Oriente Medio, presionó los precios al alza, de 14,4 dólares en octubre de 1978 a 42 dólares en noviembre de 1979, el momento álgido de la crisis. En la primera mitad de la década de los ochenta, los precios del petróleo descendieron constantemente, aunque se mantuvieron sensiblemente por encima de los niveles anteriores a 1978.

Las perturbaciones provocadas por los precios del petróleo en los años setenta se tradujeron en un ahorro energético y en la sustitución de productos energéticos (véase sección 4). Esto, unido a la recesión mundial que se produjo a principios de la década de los ochenta, hizo que se redujera la demanda de crudo y provocó presiones bajistas sobre los

Gráfico 1 Precios del Brent en dólares

(dólares/barril)



Fuentes: FMI y Bloomberg.

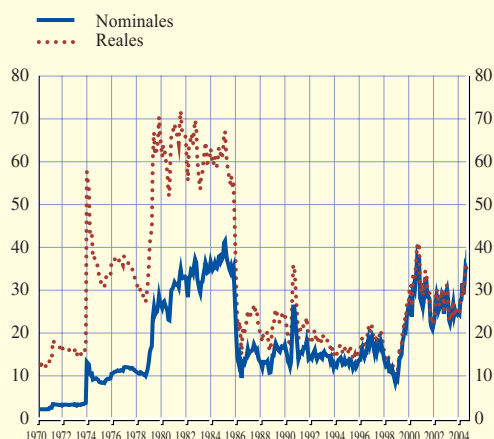
precios de esta materia prima. El precio del petróleo se mantuvo relativamente bajo hasta agosto de 1990 y registró un pronunciado incremento, hasta 36,1 dólares, tras la invasión de Kuwait por parte de Iraq, aunque retornó a los niveles previos a la invasión cuando terminó la guerra, en febrero de 1991. Entre 1991 y 1997, el precio del petróleo fue, en promedio, de 18,3 dólares. En 1998, los citados precios cayeron en picado tras la crisis económica de Asia, hasta 9,8 dólares en diciembre de ese año. Posteriormente, entre enero de 1999 y septiembre del 2000, se triplicaron, invirtiendo sobradamente la caída observada en los años anteriores. A pesar de la recesión económica de 2001-2002, las tensiones políticas y geopolíticas contribuyeron a que se mantuvieran las presiones alcistas sobre los precios del petróleo en el período comprendido entre el 2001 y el 2003.

### LA EVOLUCIÓN RECIENTE VISTA EN PERSPECTIVA

Aunque el precio del crudo aumentó vertiginosamente el año pasado, la situación actual difiere de la constatada en anteriores perturbaciones causadas por un incremento de los precios del petróleo en varios aspectos. En primer lugar, el reciente aumento de estos precios ha sido considerablemente menor que el observado en otras perturbaciones importantes. En octubre del 2004, los precios del petróleo en dólares se situaban un 67% por encima de los registrados un año antes, en comparación, por ejemplo, con un alza

Gráfico 2 Precios del Brent en euros

(euros/barril)



Fuente: FMI y cálculos del BCE.

Nota: Los precios reales del petróleo permiten comparar el impacto en el poder adquisitivo de la evolución del precio del petróleo en el tiempo. Se calculan deflactando los precios nominales del petróleo por el IAPC de la zona del euro. Los datos de precios anteriores a 1990 corresponden a datos de los IPC nacionales.

del 237% observada durante la primera perturbación de los precios del petróleo (véase cuadro 1). Como consecuencia de la apreciación general del euro frente al dólar estadounidense, los precios del petróleo en euros se han incrementado menos que los precios en dólares en los doce últimos meses.

En segundo lugar, si se tiene en cuenta la inflación, los precios del crudo son bastante más bajos actualmente que los alcanzados en períodos anteriores de precios elevados. Por ejemplo, el precio real del petróleo, expresado en precios de septiembre del 2004, era de 58 euros durante la primera perturbación causada por una subida de los precios de petróleo y de 72 euros durante la segunda (véase gráfico 2), frente a 39 euros en octubre del 2004. En tercer lugar, los factores determinantes de la

subida de precios del año pasado también son distintos a los de anteriores perturbaciones. Los aumentos registrados en 1973, 1979, 1990 y 1999 fueron atribuibles, principalmente, a los graves trastornos que se produjeron en el suministro del crudo. En cambio, han sido otros factores los que han influido en el incremento registrado en la actualidad. La demanda de petróleo ha sido intensa, se ha sustentado en la mejora de la situación económica mundial, liderada por Estados Unidos y China, y ha superado sistemáticamente todas las expectativas. Por otra parte, la disminución de la capacidad productiva mundial sin utilizar ha dejado un colchón muy limitado para afrontar problemas inesperados en el mercado del crudo. En consecuencia, los precios del petróleo reaccionaron con fuerza cuando, a pesar del aumento de la producción, se hizo patente cierta preocupación en relación con la oferta en varios países productores.

### 3 EL IMPACTO DE LAS PERTURBACIONES DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO EN LOS PRECIOS Y EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crudo desempeña un destacado papel en la economía debido al uso generalizado del petróleo y de productos refinados como factores de producción en el proceso productivo y como bienes de consumo final. Por consiguiente, cualquier variación importante del precio afecta de distintas maneras a la economía. Todos estos canales de transmisión están estrechamente relacionados entre sí y son interdependientes, por lo que es importante tener presentes estas interrelaciones cuando se analizan los distintos canales por separado a efectos de presentación, como sucede más adelante. La perspectiva adoptada al describir los canales de transmisión a través de los que una perturbación causada por una subida de los precios del petróleo

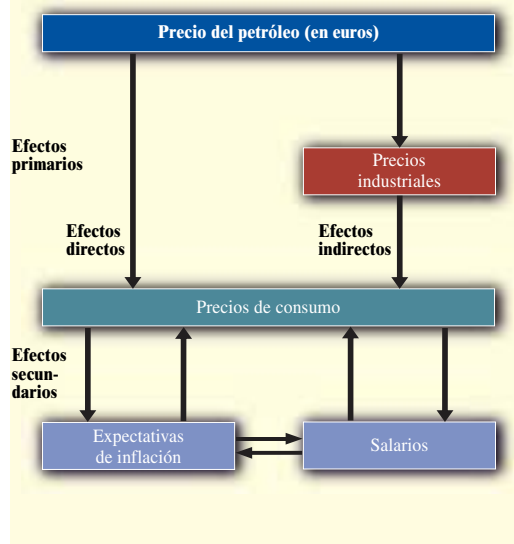
Cuadro 1 Subidas de los precios del petróleo en períodos específicos

(tasas de variación)

|            | Oct 1973 -<br>Mar 1974 | Oct 1978 -<br>Nov 1979 | Jul 1990 -<br>Oct 1990 | Ene 1999 -<br>Sep 2000 | Oct 2003 -<br>Oct 2004 |
|------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| En dólares | 237                    | 193                    | 111                    | 198                    | 67                     |
| En euros   | 270                    | 187                    | 97                     | 297                    | 56                     |

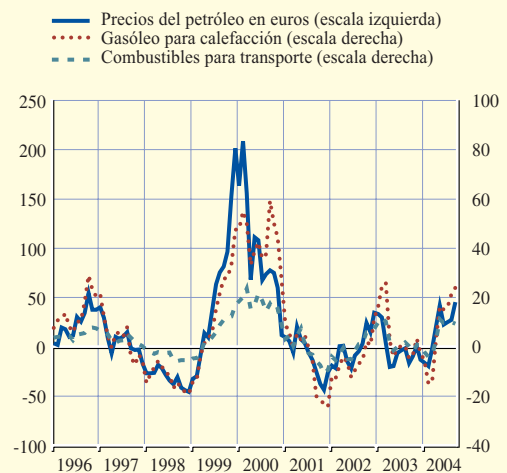
Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

**Gráfico 3 Principales canales de transmisión de una perturbación causada por una subida de los precios del petróleo a los precios**



**Gráfico 4 Precios del petróleo y bienes energéticos seleccionados incluidos en el IAPC**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Thomson Financial Datastream.

afecta a los precios y al producto es la de una economía importadora neta de crudo como la zona del euro. En lo que respecta a los precios, estas perturbaciones provocan efectos directos, indirectos y secundarios, y en cuanto a la actividad económica real, causan un impacto a través de los canales tradicionales de oferta y de demanda, aunque otros canales también pueden ser relevantes. El debate sobre los canales de transmisión va seguido de la evidencia empírica del impacto de un incremento de los precios del petróleo sobre la inflación y el producto, obtenida a partir de diversos modelos macroeconómicos de gran escala. El impacto en la economía también depende, en general, de las características de la perturbación. A este respecto, el impacto de una perturbación por el lado de la demanda o de la oferta, y su duración, por ejemplo, parecen ser aspectos importantes.

### IMPACTO EN LOS PRECIOS

En el gráfico 3 figura una descripción empírica de los principales canales de transmisión posibles a través de los cuales una perturbación causada por un alza de los precios del petróleo puede influir en los precios. Las subidas de los precios del petróleo influyen directamente en los precios de consumo, ya que la energía forma parte de la cesta de consu-

mo de los hogares. Además, pueden provocar un efecto indirecto en los precios de consumo a través de un aumento de los precios industriales. Por otra parte, es posible que se produzcan otras repercusiones en los precios de consumo si las subidas causadas por el aumento de los precios del petróleo conducen a un incremento de los salarios o, más generalmente, de las expectativas de inflación.

En cuanto a los efectos directos, en el gráfico 4 se muestra la estrecha relación existente entre las variaciones de los precios del petróleo y los productos afines, el gasóleo para calefacción y los combustibles para transporte, que se incluyen en el componente energético del IAPC de la zona del euro. Los precios de estos dos productos reaccionan casi de inmediato a las subidas de los precios del petróleo, ya sea en el mes en que se produce la perturbación o en el mes siguiente, lo que, en parte, podría estar relacionado con el período de recopilación de los datos de precios. Los precios de otros productos energéticos que son sustitutos del petróleo, como el gas, también siguen la trayectoria de los precios del crudo, pero, en general, el efecto se deja sentir con cierto retardo. Si se considera el componente energético total del IAPC, una regla general habitualmente aplicada indica que una subida del 10% de los precios del petróleo en euros



provoca un aumento de 1,5 puntos porcentuales de la tasa de variación interanual de los precios de consumo de la energía en un plazo de unos seis meses. Dado que la energía tiene una ponderación de aproximadamente entre el 8% y el 9% en el IAPC general, esto se traduce en una subida directa de la inflación total medida por los precios de consumo de 0,1 a 0,2 puntos porcentuales.

Como se ha señalado anteriormente, los precios de consumo también pueden resultar afectados indirectamente, ya que las empresas que deben afrontar aumentos de los precios de los bienes intermedios debido al alza de los precios del petróleo intentarán trasladar este aumento de los costes a los precios de venta (esto es, a los precios industriales) con el fin de mantener o recuperar sus márgenes. Llegado el caso, estas subidas de precios más generales también pueden transmitirse a los precios de otros bienes y servicios (no energéticos) incluidos en el índice de precios de consumo. Factores como las presiones competitivas en el mercado y la situación del ciclo económico influyen en el grado hasta el que los incrementos de costes repercuten en los posteriores niveles de los precios. Como la transmisión de un aumento de costes a los precios del proceso de producción no es inmediata, el impacto indirecto de una perturbación causada por una subida de los precios del petróleo en los precios de consumo tarda más en repercutir que un efecto directo. Tanto los efectos directos como indirectos de un alza permanente de los precios del petróleo generan un impacto duradero en el nivel del índice de precios de consumo, mientras que la tasa de inflación sólo resulta afectada de forma temporal. Sin embargo, aunque la repercusión en la tasa de inflación interanual resultante del efecto directo es relativamente transitoria, la derivada del efecto indirecto es más persistente debido a que la transmisión es más lenta y más progresiva.

Además de los efectos directos e indirectos, a los que generalmente se alude como efectos primarios, existe el riesgo de que se produzcan los denominados efectos secundarios, que pueden provocar presiones alcistas en los precios de consumo. Los efectos secundarios suelen generarse en una situación en la que los incrementos de los precios causados por

los efectos primarios se toman en consideración posteriormente, en los procesos de negociación salarial, para compensar la disminución de la renta real. Ello, a su vez, podría aumentar las expectativas de inflación e influir en el proceso de fijación de los precios. Si los trabajadores consiguen mejores aumentos salariales como consecuencia de una perturbación causada por una subida de los precios del petróleo podría producirse una espiral de precios y salarios. Las empresas en las que se demanden mayores incrementos salariales podrían verse obligadas a subir más sus precios, lo que, de nuevo, influiría en las expectativas de inflación, transmitiéndose a la siguiente ronda de negociaciones salariales. Por ello, en caso de constatarse la existencia de efectos secundarios, una perturbación atribuible a un aumento de los precios del petróleo no sólo repercute de manera permanente en el nivel de los precios, sino que también podría causar efectos más persistentes en la inflación.

La probabilidad de que se produzcan efectos secundarios varía en función de la situación macroeconómica general, así como de la credibilidad y de la reacción del banco central. En una fase de recesión económica hay menos probabilidades de que se generen efectos indirectos y secundarios que en una situación de auge de la economía en la que hay tensiones en el mercado de trabajo y las presiones sobre los precios son elevadas. De igual modo, mientras que el impacto «mecánico» directo de las subidas de los precios del petróleo en el componente energético de los índices de precios de consumo es inevitable, las posibles presiones sobre los precios relacionadas, sobre todo, con efectos secundarios, dependen, fundamentalmente, de la credibilidad del banco central y de la respuesta de la política monetaria. Si se aplica una política monetaria creíble que aspira al mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, hay más posibilidades de que los trabajadores acepten una reducción de su renta disponible y de que las expectativas de inflación no se vean afectadas por el aumento transitorio de ésta ocasionado por un incremento de los precios del petróleo. Sin embargo, en caso de acrecentarse las citadas expectativas, la política monetaria debe subir los tipos de interés con el fin de contener las presiones inflacionistas resultantes de los efectos

indirectos y secundarios a medio plazo. Obviamente, una reacción adecuada de los salarios, es decir, la aceptación de los efectos de un alza de los precios del petróleo en la renta real, es la mejor forma de contribuir a evitar una espiral inflacionista y pérdidas de producto.

### IMPACTO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Una de las explicaciones de mayor importancia del impacto de una perturbación causada por un aumento de los precios del petróleo en la actividad económica real procede del lado de la oferta. El crudo es un destacado factor de producción en el proceso productivo. Una subida del precio del petróleo conlleva un incremento de los costes de producción, ya que la capacidad de sustitución del petróleo es limitada. Esto es especialmente válido a corto plazo. Como consecuencia del mayor coste del crudo, el nivel de producto podría reducirse, y, con ello, causar una disminución de la demanda de otros factores de producción como el trabajo.

En cuanto al lado de la demanda de la economía, un alza de los precios de petróleo implica un deterioro de la relación real de intercambio de economías importadoras netas de crudo como la zona del euro. En consecuencia, la renta se redistribuirá de las economías importadoras netas a las economías exportadoras netas de esta materia prima. La disminución de la renta real en los países importadores netos de crudo vinculada a una perturbación causada por un aumento de los precios del petróleo se traduce en un descenso de la demanda interna hasta el punto de que no queda compensada con una reducción del ahorro o con un aumento del endeudamiento. Además, si los socios comerciales de un país son, principalmente, importadores netos de petróleo, es probable que la caída de la demanda interna vaya acompañada de una menor demanda de exportaciones. Desde la perspectiva de la economía mundial, también es probable que el impacto neto sobre la demanda sea negativo si muchos países exportadores netos de crudo, que se benefician de una perturbación causada por un alza de los precios del petróleo, tienen menor propensión al consumo que los países importadores netos y

ajustan su demanda de manera gradual.

El impacto negativo de una perturbación de los precios del petróleo sobre la actividad económica derivado de efectos por el lado de la demanda y a través de mayores costes podría verse exacerbado por canales adicionales. Por ejemplo, una perturbación de este tipo puede repercutir en la actividad económica por su impacto en la confianza de los agentes. Así, un aumento de los precios del crudo acrecienta la incertidumbre sobre la trayectoria futura de dichos precios, y, por consiguiente, acerca de las perspectivas económicas en general. Como consecuencia de la mayor incertidumbre, es posible que los consumidores se abstengan de realizar compras importantes y que las empresas decidan aplazar o prorrogar proyectos de inversión irreversibles. De igual modo, una perturbación causada por un incremento de los precios del petróleo puede repercutir negativamente en el consumo y en la inversión a través de su impacto en los mercados de valores o, más en general, empeorando las condiciones de financiación. En igualdad de condiciones, un alza del nivel de precios causado por tal perturbación reduce los saldos reales. Con el fin de reestablecer el equilibrio de sus carteras, los agentes tienden a reestructurarlas en favor de activos líquidos. En consecuencia, los tipos de interés a largo plazo pueden subir.

Sin embargo, el impacto sobre el producto queda atenuado si la política monetaria es creíble y reacciona adecuadamente. A través de la estabilización de las expectativas de inflación, una política monetaria creíble orientada hacia la estabilidad de precios reduce las pérdidas en términos de producción. Por otra parte, aunque la posibilidad de sustituir el petróleo por otros factores de producción en el proceso productivo es limitada en el corto plazo, constituye una opción viable más allá de ese horizonte temporal. Por lo tanto, si un aumento del precio del crudo se percibe como permanente, es posible que las empresas decidan cambiar a técnicas de producción menos intensivas en petróleo. De igual modo, es probable que la persistencia de una perturbación causada por un alza de los precios del petróleo provoque una reasignación de recursos entre sectores en función del uso más o menos intensivo del crudo, aumentando con ello

**Cuadro 2 Impacto de un incremento del 50% de los precios del petróleo en la inflación y en el crecimiento del PIB real de la zona del euro**

(en puntos porcentuales)

|                             | Inflación <sup>1)</sup> |       |       | Crecimiento del PIB real |       |       |
|-----------------------------|-------------------------|-------|-------|--------------------------|-------|-------|
|                             | Año 1                   | Año 2 | Año 3 | Año 1                    | Año 2 | Año 3 |
| <b>Modelos trimestrales</b> |                         |       |       |                          |       |       |
| ECB AWM                     | 0,5                     | 0,4   | 0,1   | -0,1                     | -0,2  | -0,1  |
| EC QUEST <sup>2)</sup>      | 0,4                     | 0,1   | 0,1   | -0,6                     | -0,2  | -0,1  |
| NiGEM <sup>2)</sup>         | 0,3                     | 0,2   | 0,0   | -0,8                     | 0,0   | 0,1   |
| OECD Interlink              | 0,6                     | 0,2   | 0,1   | -0,4                     | 0,2   | 0,4   |
| <b>Modelo anual</b>         |                         |       |       |                          |       |       |
| IMF Multimod                | 1,6                     | 1,1   | 0,5   | -0,1                     | -0,3  | 0,1   |

Fuentes: ECB AWM: Dieppe, A. y J. Henry (2004), «The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?», *Economic Modelling* 21, pp. 833-875. EC QUEST: Comisión Europea (2004), «How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?», *Quarterly Report on the Euro Area*, 3(2), pp.15-20. NiGEM: Barrell, R. y O. Pomerantz (2004), «Oil prices and the world economy», NIESR Discussion Paper N.º 242. OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André y P. Richardson (2001), «Standard shocks in the OECD Interlink Model», OCDE, Economics Department Working Papers N.º 306. IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard y D. Laxton (2001), «The macroeconomic effects of higher oil prices», IMF Working Paper WP/01/14.

1) Inflación medida por el IAPC para el modelo ECB AWM; inflación medida por el IPC para los demás modelos.

2) Los resultados originales de los modelos EC QUEST y NiGEM se basan en simulaciones de una subida de los precios del petróleo del 25% y el 20%, respectivamente. En este artículo, los resultados se han ajustado suponiendo la linealidad.

la capacidad de resistencia de la economía frente a perturbaciones futuras.

### RESULTADOS EMPÍRICOS PARA LA ECONOMÍA DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se describe, a efectos ilustrativos, la evidencia empírica del impacto de un incremento permanente del 50% del nivel de los precios del petróleo en la inflación y en el crecimiento del PIB real de la zona del euro, según las estimaciones de diversos estudios macroeconómicos de gran escala. Estas estimaciones están sujetas a considerable incertidumbre relacionada con los cálculos de los modelos, un aspecto a tener en cuenta al interpretar los resultados.

Si se considera el impacto en la inflación en primer lugar, las estimaciones indican que un alza permanente del 50% de los precios del petróleo aumenta la inflación general de 0,3 a 0,6 puntos porcentuales durante el primer año (véase cuadro 2) si se excluye el modelo IMF Multimod, que se describe más adelante. El impacto del primer año debería reflejar, en gran parte, los efectos directos. El segundo año, la inflación general aumentaría de 0,1 a 0,4 puntos porcentuales y el tercero, de 0 a 0,1 puntos porcentuales, en comparación con una situación en la que los precios del petróleo no se modifican. Aunque la mayor parte de los modelos macroeconómicos no distinguen entre efectos indirectos y efectos

secundarios, se podría obtener una aproximación de su impacto agregado utilizando los resultados correspondientes al segundo y tercer año. En gran parte, este efecto es acorde con los resultados de modelos de estimación del impacto en los precios de consumo no energéticos, excluyendo con ello los efectos directos. Por ejemplo, si se utiliza el IAPC, excluida la energía, el modelo para el conjunto de la zona del euro (AWM, en sus siglas en inglés) del BCE señala un efecto agregado el segundo y tercer año de 0,4 puntos porcentuales, reflejo de la suma de los efectos indirectos y secundarios.

El modelo IMF Multimod no se incluye en los intervalos anteriores porque se orienta más hacia las relaciones de largo plazo, se basa en datos anuales que son difíciles de comparar con los modelos que utilizan datos trimestrales, y produce efectos mucho más pronunciados que los otros modelos. Esto se debe a que el impacto del primer año es elevado, reflejo de un efecto directo estimado relativamente mayor. Por otra parte, se estima que las expectativas de inflación, que desempeñan un importante papel a la hora de determinar la inflación en el modelo, resultan bastante afectadas por las variaciones de los precios del petróleo en la zona del euro<sup>1</sup>. Los resultados del modelo Multimod también se basan en el supuesto de rigidez de los salarios reales, lo que implica que

1 Véase Hunt, B., P. Isard y D. Laxton (2001), «The macroeconomic effects of higher oil prices», IMF Working Paper, WP/01/14.

los efectos secundarios sean notables. No obstante, en realidad, estos efectos deberían contenerse si se aplica una política monetaria creíble.

En cuanto a la actividad económica, los diversos modelos macroeconómicos (incluido el del FMI) indican que un incremento del 50% de los precios del petróleo produciría una caída del crecimiento del PIB real de entre 0,1 y 0,8 puntos porcentuales el primer año. De igual modo, estos modelos predicen un impacto entre -0,3 y 0,2 puntos porcentuales el segundo año, y de -0,1 a 0,4 puntos porcentuales el tercer año. El impacto positivo que sugieren algunos modelos a partir del segundo año podría estar relacionado con el supuesto de que los países exportadores netos de petróleo ligados a la economía de la zona del euro, a través de efectos de terceros países, muestran una propensión al consumo relativamente elevada. Esto significa que un aumento de la renta causado por un alza de los precios del petróleo en estos países se traduce en un aumento de la demanda de exportaciones de la zona del euro en estos modelos.

En lo que respecta a la inflación y al crecimiento del PIB real, estos resultados no deben tomarse al pie de la letra. De hecho, es necesario tener en cuenta ciertas salvedades que podrían influir en la intensidad del impacto. En primer lugar, los supuestos de los distintos modelos sobre la reacción de los tipos de cambio y de los tipos de interés no son idénticos, y esto puede influir sensiblemente en los resultados<sup>2</sup>. En segundo lugar, la mayor parte de los modelos utilizan una agregación del impacto en los distintos países de la zona del euro, mientras que el modelo ECB AWM y el modelo IMF Multimod se basan directamente en datos sobre el conjunto de la zona del euro. En tercer lugar, estos modelos suelen mostrar el impacto histórico medio de los precios del petróleo. Sin embargo, diversos estudios afirman que la influencia de los precios del crudo en la economía ha cambiado con el tiempo (véase sección 4). También se puede argumentar que, actualmente, los efectos secundarios deberían ser menos intensos que en el pasado, reflejo de un entorno de inflación reducida y de una política monetaria creíble. En cuarto lugar, los modelos no incluyen

todos los canales de transmisión posibles. Por ejemplo, la mayor parte de los modelos macroeconómicos no utilizan sectores diferentes para representar el lado de la oferta, de forma que cualquier reasignación de recursos tras fuertes perturbaciones causadas por una subida de los precios del petróleo no se refleja plenamente en los resultados de la simulación. Tampoco se incluye el impacto en la confianza y en los mercados de renta variable. Por otro lado, algunos modelos, como el IMF Multimod, conceden más importancia al canal de expectativas que otros modelos. En quinto lugar, los efectos de terceros países figuran en todos los modelos excepto en el ECB AWM. Por último, en estos modelos, la perturbación suele definirse como una variación porcentual de los precios del crudo, y generalmente parten de una relación lineal entre los precios del petróleo y la economía. A continuación se describen algunos problemas relacionados con este enfoque. En general, estos resultados son ilustrativos, y cualquier análisis en tiempo real exigiría tener en cuenta todos los factores relevantes, que, en muchos casos, no pueden reproducirse en estos modelos.

#### **EL IMPACTO EN LA ECONOMÍA DEPENDE DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA PERTURBACIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO**

En cualquier debate sobre la forma en que los precios del petróleo influyen en la economía es importante tener presente que el impacto también depende de las características de la perturbación causada por una subida de los precios del petróleo. Concretamente, determinados argumentos sugieren que el efecto general puede no ser proporcional a la magnitud (en términos porcentuales) de la variación de los precios del crudo, es decir, puede que dicho efecto no sea lineal. Es probable que diversos factores, como la dirección, la duración y la causa de la perturbación, así como el nivel absoluto y la variabilidad de los precios del petróleo

2 Por ejemplo, los resultados del modelo ECB AWM y del modelo OECD Interlink se basan en el supuesto de tipos de interés reales constantes. Los modelos EC Quest, IMF Multimod y NiGEM incluyen una reacción de política monetaria consistente con la regla de Taylor. Distintos supuestos sobre la reacción de la política monetaria conducen a efectos indirectos y secundarios diferentes, ya que deberían estar incluidos en las expectativas.

también sean importantes<sup>3</sup>.

El impacto de las subidas y bajadas de los precios del petróleo en la economía puede ser asimétrico debido a factores como rigideces o costes de ajuste. En el recuadro se describen las posibles razones de las asimetrías con mayor detalle. También podría ser que el nivel de los precios del petróleo (con independencia de la variación que los sitúe en ese nivel) desempeñe un papel determinado en lo que respecta al impacto en la actividad, provocando el denominado efecto umbral. Por ejemplo, si los precios del petróleo alcanzan un nivel elevado, es posible que algunos proyectos de inversión se consideren inviables. Además, la variación del nivel absoluto de los precios del crudo podría tener más relevancia que la variación porcentual. Un alza absoluta de los precios del crudo determinaría que los hogares y las empresas necesitarán una cantidad de dinero adicional para gasto energético si el consumo de petróleo es relativamente inelástico a los precios y su presupuesto total está dado. La duración del período en el que los precios del crudo aumentan o se mantienen elevados también podría influir en la respuesta de la economía a la perturbación. A mayor persistencia de una subida, menos probabilidades habrá de que las empresas y los hogares absorban la perturbación reduciendo los márgenes y el ahorro. También hay más probabilidades de que una perturbación de carácter perma-

nente causada por una subida de los precios del crudo afecte a la estructura de producción en la economía, ya que las empresas pueden sustituir su *stock* de capital por equipos que requieran un uso menos intensivo del petróleo o tratar de diversificar su consumo energético (véase sección 4). La variabilidad de los precios del petróleo también puede tener importancia, ya que subidas seguidas de bajadas de estos precios pueden no causar un impacto significativo en la economía. Por otra parte, en un entorno de volatilidad de los precios del petróleo, es más probable que los consumidores y las empresas consideren que una variación es de carácter temporal. Por último, el origen de una perturbación causada por un incremento de los precios del petróleo desempeña un destacado papel en lo que respecta al impacto general. Las perturbaciones de los precios del petróleo relacionadas con problemas de oferta suelen conllevar una caída del producto y un aumento de la inflación. Sin embargo, los precios del crudo también pueden incrementarse en respuesta a una fuerte recuperación de la demanda mundial. En tal caso, el efecto negativo en el producto se reduciría al acelerarse la demanda mundial, al tiempo que las presiones inflacionistas se acrecentarían más que en el caso de una perturbación causada por el lado de la oferta.

#### 4 LA IMPORTANCIA DE FACTORES ESTRUCTURALES

3 Véase, por ejemplo, Hamilton, J. D. (2003), «What is an oil shock?», *Journal of Econometrics* 113, pp. 363-398.

#### Recuadro

##### ¿CÓMO PODRÍAN CAUSAR LAS SUBIDAS DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO UN IMPACTO MÁS INTENSO QUE LAS CAÍDAS DE ESTOS PRECIOS?

En numerosos estudios empíricos se considera que la inflación y el producto reaccionan con mayor intensidad a las subidas que a las bajadas de los precios del petróleo<sup>1</sup>. En la literatura se han propuesto diversas explicaciones a esta respuesta asimétrica<sup>2</sup>.

Una explicación que se sugiere con frecuencia para este impacto asimétrico es que *los precios del combustible y de otros productos del petróleo* experimentan más variaciones como resultado de las subidas de los precios del crudo que de las bajadas. Más concretamente, la literatura considera que los precios del combustible se ajustan con mayor rapidez y, en parte como consecuencia de ello, con más intensidad tras un encarecimiento que después de un retroceso de los precios del petróleo. Así,

1 Véase, por ejemplo, Jiménez-Rodríguez, R. y M. Sánchez (2004), «Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries», ECB Working Paper N.º 362, mayo del 2004.

2 Se puede consultar un resumen reciente de la literatura al respecto en Brown, S. P. A., M. K. Yücel y J. Thompson (2003), «Business cycles: the role of energy prices», Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 0304.

si una subida de estos precios se traduce en una variación de los precios del combustible más elevada en el período posterior a una perturbación que en caso de una reducción de los precios, también causará un impacto más rápido e intenso en la inflación y el producto.

Por otra parte, el impacto asimétrico de los precios del petróleo en la inflación y en el producto puede estar relacionado con las *rigideces a la baja de los salarios*. Esto se refiere a una situación en la que los trabajadores presionarían para conseguir un incremento de los salarios nominales que compense su menor poder adquisitivo real resultante de una subida de los precios del petróleo, aunque no aceptarían una reducción de su salario en caso de producirse una bajada de estos precios.

Los *costes de ajuste* también pueden contribuir a explicar las asimetrías constatadas en la reacción del producto. Cualquier variación de los precios del petróleo, sea una subida o una bajada, genera siempre ciertos costes de ajuste. En caso de que se produzca un incremento de estos precios, los costes de ajuste representarían una carga adicional para las empresas y los consumidores, y ampliarían los efectos moderadores directos en el producto a través del aumento de los costes de producción. Sin embargo, si los precios del petróleo disminuyen, los costes de ajuste contrarrestarían, hasta cierto punto, el efecto positivo directo a través de otros canales. En consecuencia, el impacto de un alza de los precios del petróleo en la economía sería más intenso que el de una caída comparable de dichos precios.

Las reacciones asimétricas del producto también pueden ser atribuibles a la *incertidumbre y al estrés financiero*. Es probable que las variaciones del precio del petróleo, con independencia de su orientación, causen incertidumbre en lo que respecta a sus precios futuros y, más en general, a la evolución económica futura. Por otra parte, las perturbaciones de carácter adverso suelen dificultar la obtención de financiación externa a las empresas. Al igual que los costes de ajuste, la incertidumbre y el estrés financiero empeorarían aún más el impacto negativo en la actividad provocado por una escalada de los precios del petróleo, al tiempo que reducirían el impacto positivo de un retroceso de estos precios en la actividad. Por consiguiente, la actividad económica total reacciona de manera asimétrica a las perturbaciones causadas por una variación de los precios del petróleo.

#### **EN EL IMPACTO CAUSADO POR PERTURBACIONES DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO**

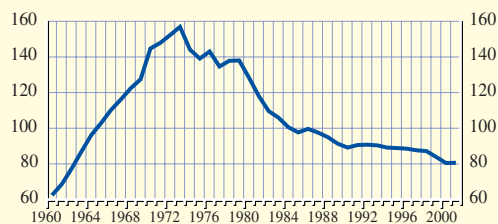
Diversos factores estructurales pueden influir en el impacto de las perturbaciones causadas por una variación de los precios del petróleo en la actividad económica y en la inflación. En primer lugar han de citarse las tendencias a largo plazo relativas a la dependencia del petróleo de la zona del euro y el grado de sustituibilidad del petróleo por otras fuentes de energía primaria. En segundo lugar, el impacto general se ve afectado por la composición sectorial de la economía de la zona del euro, y en tercer lugar, el impacto de las perturbaciones causadas por las variaciones de los precios del petróleo depende del funcionamiento de los mercados de producto y de trabajo.

En cuanto a las variaciones a largo plazo de la

dependencia del petróleo, la zona del euro ha pasado a depender considerablemente menos de esta fuente de energía desde la década de los setenta como consecuencia de los desplazamientos intersectoriales y de la sustitución del petróleo por otras fuentes de energía. Esta tendencia también es palpable en otras economías industrializadas como Estados Unidos y el Reino Unido. En el 2001, la intensidad de uso del petróleo en la zona del euro, medido como consumo de esta materia prima en relación con el PIB real, era aproximadamente un 50% inferior al máximo registrado en 1973 (véase gráfico 5). Esto obedece a los citados desplazamientos, desde ramas de actividad donde se registra un uso más intensivo del crudo, como las manufacturas, a otras con un uso menos intensivo, como los servicios (excluido el transporte),

**Gráfico 5 Consumo de petróleo en relación con el PIB real de la zona del euro**

(toneladas de petróleo por cada millón del PIB a precios de 1995)



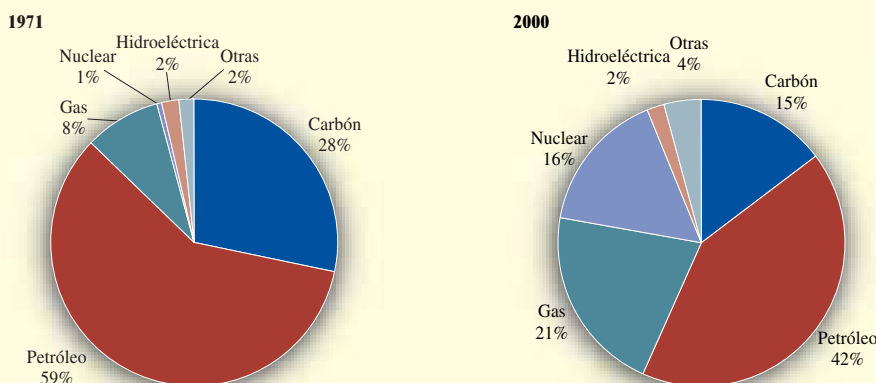
Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y Comisión Europea.

así como a la utilización de tecnologías que requieren un uso menos intensivo de esta materia prima. La zona del euro también ha reducido la intensidad de uso de fuentes energéticas distintas del petróleo desde la citada década de los setenta, aunque en menor medida que el petróleo. Esto se debe a que el crudo ha sido reemplazado por otras fuentes de energía primaria (véase gráfico 6). En el año 2000, el petróleo representaba el 42% de la demanda total de energía primaria de la zona del euro, frente al 59% de 1971. El uso de fuentes de energía renovables se ha incrementado en los últimos treinta años, y es probable que, gracias a los avances de las nuevas tecnologías, esta tendencia continúe en el futuro. La sustitución creciente del petróleo por otras fuentes de energía, junto a una menor dependencia general del crudo, están con-

tribuyendo a hacer que la economía de la zona del euro sea menos vulnerable a una perturbación causada por los precios del petróleo que a principios de la década de los setenta.

La composición sectorial de la economía es importante en lo que respecta al impacto de una perturbación de los precios del petróleo en el conjunto de la economía, ya que los sectores económicos pueden reaccionar de manera distinta a una perturbación de este tipo. En consecuencia, es necesario reasignar recursos de un sector a otro con el fin de restaurar el equilibrio. Este no es un proceso a corto plazo y, por ello, es probable que el producto caiga por debajo de su potencial durante un tiempo antes de alcanzarse un nuevo equilibrio a largo plazo.

Aunque la mayor parte de los sectores han reducido su cuota de consumo de petróleo en los últimos treinta años, en los transportes se ha elevado considerablemente. Por ejemplo, el petróleo consumido por el sector industrial de la zona del euro representó el 9,8% del consumo final total de energía en 2000, frente al 21,6% de 1971 (véase cuadro 3). Sin embargo, el consumo de petróleo en los transportes se incrementó de forma significativa en el citado período, debido, principalmente, al aumento del transporte aéreo de viajeros y de vehículos matriculados. En el año 2000, el consumo final total de petróleo de los transportes fue

**Gráfico 6 Composición de la demanda total de energía primaria en la zona del euro**

Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

**Cuadro 3 Consumo final total de energía por sectores de la zona del euro**

|                            | 1971                  | 2000    | 1971      | 2000  |
|----------------------------|-----------------------|---------|-----------|-------|
|                            | Millones de toneladas |         | Cuota (%) |       |
| Industria                  | 235.709               | 266.754 | 42,0      | 32,7  |
| <i>consumo de petróleo</i> | 121.039               | 80.195  | 21,6      | 9,8   |
| Transporte                 | 109.004               | 251.631 | 19,4      | 30,9  |
| <i>consumo de petróleo</i> | 104.079               | 246.642 | 18,5      | 30,3  |
| Otros sectores             | 216.673               | 296.632 | 38,6      | 36,4  |
| <i>consumo de petróleo</i> | 121.550               | 82.281  | 21,7      | 10,1  |
| Total                      | 561.386               | 815.017 | 100,0     | 100,0 |

Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

aproximadamente tres veces superior al de otras ramas de actividad, lo que indica que una perturbación de carácter negativo causada por un aumento de los precios del petróleo provocaría un efecto directo mucho más fuerte en esta rama de actividad que en el resto de la economía.

Los efectos negativos de una perturbación causada por los precios del petróleo en el producto y en la inflación tienden a ser menos pronunciados cuanto más flexible sea la economía, lo que permite un ajuste más rápido y fluido de los recursos hacia un nuevo equilibrio tras la perturbación. El impacto de este tipo de perturbaciones depende del funcionamiento de los mercados de producto y de trabajo, ya que los efectos en la actividad económica y en la inflación varían en función del grado de flexibilidad de los precios y de los salarios en la economía. A su vez, esto se ve afectado por el nivel de competitividad en el mercado de producto y por el grado de flexibilidad del mercado de trabajo.

Es necesario tener en cuenta el grado de flexibilidad del mercado de trabajo al considerar la transmisión de una perturbación causada por una variación del precio del petróleo a la economía porque determina la capacidad de ajuste a tales perturbaciones y la eficacia en la asignación del trabajo y de otros recursos. La flexibilidad del mercado de trabajo se define como la capacidad de este mercado de adaptarse y responder a una situación económica cambiante a través de variaciones de los precios, esto es, de los salarios, o de modificación de las cantidades, esto es, de la cantidad de trabajo, de las horas trabajadas o de una combinación de ambos. La capacidad de respuesta de los sala-

rios a los cambios del nivel de los precios es especialmente importante (véase el recuadro) dado que, tras una perturbación causada por los precios del petróleo, los trabajadores podrían exigir un aumento de los salarios nominales con el fin de mantener su poder adquisitivo real, aunque es improbable que acepten una reducción salarial como consecuencia de una bajada de los precios del crudo. En otras palabras, los salarios pueden ser flexibles al alza pero rígidos a la baja (rigidez nominal), acrecentando con ello las posibles pérdidas de producto y el aumento de la inflación resultantes de una perturbación causada por un incremento de los precios del petróleo. La capacidad de respuesta de los salarios a la tasa de desempleo también es importante porque es probable que las rigideces reales exacerben los efectos negativos de una perturbación causada por los precios del petróleo. Es posible que los cambios sectoriales necesarios se vean obstaculizados por la legislación vigente en materia de protección del empleo o por otros instrumentos concebidos para proteger a los trabajadores de perturbaciones. De igual forma, una diferenciación salarial insuficiente, entre ramas de actividad y empresas, puede dificultar la necesaria reasignación de recursos.

Considerando la importancia de la flexibilidad del mercado de trabajo, los países de la zona del euro han aumentado sus esfuerzos por promover reformas estructurales encaminadas a mejorar el funcionamiento y la flexibilidad de estos mercados desde la segunda mitad de los años noventa<sup>4</sup>. Por otra parte, la indicación de los salarios parece es-

<sup>4</sup> Véase el artículo «La composición del crecimiento del empleo en la zona del euro en los últimos años», publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2002.



tar menos extendida actualmente que en la década de los setenta, lo que es indicativo de una mayor resistencia de la economía de la zona del euro a perturbaciones de carácter adverso<sup>5</sup>.

La transmisión de las perturbaciones generadas por una subida de los precios del petróleo a la economía también resulta influenciada por la flexibilidad de los mercados de producto, ya que las pérdidas de producto y la subida de los precios tras una perturbación de este tipo tienden a ser menores en mercados competitivos que en mercados con considerables rigideces. En un mercado muy competitivo, una rápida reasignación de recursos garantizaría la consecución de un nuevo equilibrio en términos de producto, trabajo y nivel de precios, si la economía se ve afectada por perturbaciones causadas por los precios del crudo. La existencia de mercados energéticos competitivos es especialmente importante en este contexto para reforzar la transparencia de los precios energéticos y la absorción de las perturbaciones de los precios del petróleo. La Comisión Europea ha adoptado una serie de iniciativas para mejorar el funcionamiento del Mercado Interno. Varios indicadores de los mercados de producto señalan una mayor flexibilidad de estos mercados, incluidos los energéticos<sup>6</sup>, que actualmente son objeto de un importante proceso de reforma normativa, en los países de la zona del euro. También es probable que la introducción del euro haya contribuido a este proceso al aumentar el grado de competitividad y la comparabilidad de los precios entre las empresas de dentro de la zona del euro y las extranjeras.

## 5 EL EFECTO DE LAS PERTURBACIONES DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y REACCIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA

La experiencia adquirida en el pasado muestra que la política macroeconómica desempeña un destacado papel en la configuración de los efectos agregados de una perturbación causada por un alza de los precios del petróleo en la economía. Por ejemplo, en la primera perturbación de principios de la década de los setenta, los salarios experimentaron un pronunciado aumento y, en general, los gobiernos

intentaron amortiguar los efectos negativos en la actividad económica mediante políticas fiscales expansionistas que generaron déficit presupuestarios elevados y persistentes<sup>7</sup>. En muchos países, la política monetaria también adoptó una orientación relativamente acomodaticia, como se reflejó, por ejemplo, en unos tipos de interés reales negativos, en general, en el período posterior a la escalada de los precios del petróleo. En muchos países, la reacción de la política fiscal y de la política monetaria fue, en gran medida, inapropiada, si se consideran las rápidas subidas de los precios de consumo tras la primera perturbación causada por los precios del petróleo y los fuertes incrementos salariales resultantes del predominio de la indiciación de los salarios y de los intentos más generales de los trabajadores de recuperar la pérdida asociada de renta disponible. La respuesta de política económica de ese momento no sólo aplazó la caída de la renta real necesaria ante la subida de los precios del crudo, sino que, de hecho, incrementó las presiones inflacionistas, aumentando con ello los eventuales costes de la desinflación. Como consecuencia de la experiencia adquirida en la primera perturbación causada por los precios del petróleo, posteriormente, las autoridades fiscales y monetarias adoptaron, en general, una actitud mucho menos acomodaticia. Por ejemplo, tras la segunda perturbación generada por subidas de los precios del petróleo en 1979, la política monetaria se hizo más restrictiva con el fin de mantener reducida la inflación, y la política fiscal pasó a ser menos expansionista en muchos países.

¿Qué lecciones se pueden aprender del pasado? La más importante es que una economía importadora neta de petróleo como la zona del euro no puede evitar el empeoramiento de la relación real de intercambio asociado a una subida del precio del

5 Véase, por ejemplo, Checchi, D. y J. Visser (2002), «Pattern persistence in European trade union density», Univeristà degli Studi di Milano, Working Paper N.º 1, enero.

6 Véase, por ejemplo, Alesina, A., S. Ardagna, G. Nicoletti y F. Schiantarelli (2003), «Regulation and investment», OECD Economics Department Working Papers N.º 352, que muestra que había más normativas en los mercados de producto en 1975 que en 1998 en numerosos países.

7 Véase también el recuadro titulado «Enseñanzas que pueden extraerse de los *shocks* de los precios del petróleo de la década de los setenta y principios de los ochenta», publicado en el Boletín Mensual de noviembre del 2000.

petróleo. En general, un incremento del precio del crudo lleva asociado una transferencia de riqueza de los países importadores netos de este recurso a los países exportadores. Esta carga debe ser absorbida por la economía de forma que reduzca al mínimo las pérdidas de producto y evite que se acrecienten las expectativas de inflación. En particular, la fijación de salarios de forma acorde con la estabilidad de precios en el medio plazo contribuye de forma significativa a facilitar el ajuste necesario y a limitar los costes asociados.

La función de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios es garantizar que los efectos directos transitorios e inevitables de una subida del precio del petróleo en la inflación no incrementen las expectativas inflacionistas y no provoquen la aparición de efectos secundarios. Por ello, en ese contexto, la credibilidad de la política monetaria es fundamental. Mientras que los agentes económicos tengan la seguridad de que la política monetaria reaccionará con vigor ante la aparición de presiones inflacionistas en general, es probable que los encargados de la fijación de salarios se comporten en consonancia al tener en cuenta la situación futura. Al anclar las expectativas de inflación, esta estrategia contribuye a reducir las pérdidas de producto. No obstante, si hay señales que apuntan al incremento de las presiones inflacionistas, los bancos centrales han de estar dispuestos a adoptar medidas al respecto, por lo que es extremadamente importante que la política monetaria permanezca atenta a la aparición de efectos secundarios tras un aumento de los precios del petróleo y realice un estrecho seguimiento de las expectativas de inflación y de la evolución del proceso de negociación salarial. Los bancos centrales también deben llevar a cabo una valoración de las causas y de la naturaleza de una perturbación de los precios del petróleo, de la situación cíclica de la economía en ese momento y de la probable trayectoria de la demanda y la oferta agregadas. Por otra parte, la política monetaria debe tomar en consideración el comportamiento de otras políticas económicas.

Las políticas fiscales pueden servir de apoyo en la instrumentación de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios si no tratan de adaptarse a los efectos económicos negativos asociados

a las perturbaciones causadas por una subida de los precios del petróleo, prolongando con ello los efectos reales inevitables asociados a tales perturbaciones. En general, la orientación de la política presupuestaria subyacente ha de mantenerse sin modificaciones, aunque se debe permitir operar a los estabilizadores automáticos. No obstante, si ya existen considerables desequilibrios y las medidas de saneamiento presupuestario no bastan para cumplir los compromisos, es importante que los gobiernos vuelvan a adoptar políticas de ajuste presupuestario, sobre todo si se espera que el alza de los precios del petróleo persista algún tiempo. En tal situación, una orientación acomodaticia de la política presupuestaria puede causar un efecto desestabilizador, ya que es posible que retarde el ajuste presupuestario y prolongue las presiones inflacionistas. Por último, la política estructural también desempeña una función, ya que aumenta la flexibilidad de los mercados de producto y de trabajo de la zona del euro. Otras reformas estructurales, sobre todo las relacionadas con el mercado de trabajo, facilitarán el ajuste tras un *shock* de los precios del petróleo y protegerán mejor a la zona del euro ante perturbaciones futuras.

## 6 CONCLUSIONES

Dada la volatilidad intrínseca del mercado del petróleo y la importancia del crudo como factor de producción y bien de consumo, es probable que las variaciones de los precios del petróleo continúen influyendo considerablemente en la inflación y en la actividad económica de la zona del euro. Los modelos macroeconómicos estándar indican que una subida pronunciada de los precios del petróleo puede causar un impacto nada desdeñable en la economía de la zona del euro incrementando la inflación y, en menor medida, moderando el crecimiento del PIB real. No obstante, estas estimaciones están rodeadas de considerable incertidumbre y sólo sirven a efectos ilustrativos.

En este contexto, el aumento de los precios del petróleo observado el año pasado y, en particular, el hecho de que se hayan mantenido por encima del nivel esperado durante bastante tiempo podrían plantear riesgos para la estabilidad de pre-

cios y el crecimiento. No obstante, al valorar el impacto de la actual perturbación causada por la subida de los citados precios, cabe observar que el alza registrada recientemente ha sido considerablemente menor que en episodios anteriores en los que tales incrementos causaron un fuerte impacto en la economía mundial. Esto no sólo es cierto si se considera la evolución de los precios del petróleo en dólares, sino sobre todo cuando se expresan en euros, ya que la anterior apreciación del euro ha tenido ciertos efectos moderadores. Por otra parte, en términos reales, los actuales precios del petróleo son sensiblemente inferiores a los máximos registrados en el pasado. Además, mientras que otros episodios previos de subidas de los precios del petróleo resultaron impulsados por factores relacionados con la oferta, el alza reciente se debe, en parte, a la mayor demanda de crudo como consecuencia del fuerte crecimiento mundial. En general, la subida actual debería causar un impacto más limitado en la economía de la zona del euro que el de perturbaciones anteriores de gran magnitud. Sin embargo, la persistencia de unos precios del petróleo elevados, o incluso nuevas subidas, serían motivo de preocupación.

Desde una perspectiva estructural, diversos factores indican que, actualmente, la economía de la zona del euro es más resistente a las perturbacio-

nes de los precios del petróleo. Si se compara con la década de los setenta, la intensidad de utilización del petróleo en la producción y la participación del crudo en el consumo energético total han caído sensiblemente en la zona del euro. Por otra parte, los mercados de trabajo y de producto parecen haber adquirido mayor flexibilidad, permitiendo una reasignación más fluida y rápida de los recursos. No obstante, es obvio que es necesario emprender otras reformas estructurales para ampliar la capacidad de la zona del euro de ajustarse con mayor fluidez y rapidez a perturbaciones futuras.

La reciente subida de los precios del petróleo ya ha causado un impacto directo visible en la inflación de la zona del euro. Es importante que la política monetaria evite que surjan presiones inflacionistas generales anclando las expectativas de inflación. Al actuar de esta manera, una política monetaria creíble orientada hacia la estabilidad de precios reduce las pérdidas de producto. Con todo, es necesario efectuar un atento seguimiento para asegurarse de que los efectos secundarios no se materialicen. La aparición de tales efectos se evitaría aplicando una política de fijación de salarios acorde con la estabilidad de precios en el medio plazo.

# OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN A PARTIR DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

## ARTÍCULOS

Obtención de información a partir del precio de los activos financieros

*El precio de los activos constituye una fuente de información importante y puntual para los bancos centrales sobre lo que los mercados esperan de una serie de variables macroeconómicas fundamentales. Este artículo describe las diversas herramientas que pueden utilizarse para obtener las expectativas de los mercados acerca de las principales variables económicas, especialmente la inflación y la actividad económica futura, a partir del precio de los activos. La lista de herramientas dista de ser exhaustiva, pero da idea de la manera en que un banco central puede usar en la práctica la información contenida en el precio de los activos financieros, como elemento que ayuda a lograr su objetivo de estabilidad de precios.*

*En lo que se refiere al mercado de renta fija, el diferencial de rendimientos entre los bonos convencionales y los bonos indicados con la inflación comparables —denominado a menudo «tasa de inflación implícita»— constituye un indicador puntual de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para la zona del euro. El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación puede proporcionar información sobre las expectativas de crecimiento económico a largo plazo, y el precio de las opciones puede utilizarse para obtener la distribución de las expectativas de los participantes en el mercado sobre el rendimiento de los bonos a muy corto plazo. Por último, la comparación del rendimiento nominal de los bonos a largo plazo puede dar cierta idea de la evolución de las primas de riesgo en el mercado de renta fija.*

*En cuanto al mercado de renta variable, como los dividendos agregados esperados tienden a estar vinculados estrechamente con el crecimiento esperado de la actividad económica, el precio de las acciones puede proporcionar información adicional de utilidad para evaluar las expectativas de los participantes en el mercado sobre la actividad económica general. Por otra parte, las opciones sobre índices bursátiles pueden indicar también la fragilidad percibida en la situación general del mercado de renta variable*

*En términos generales, aunque la información derivada de todos los indicadores presentados podría, en principio, ser muy útil para fines de política monetaria, conviene tener en cuenta que su contenido informativo se basa, en general, en unos supuestos bastante restrictivos sobre la relación entre el precio de los activos y las variables económicas fundamentales, por lo que debería interpretarse con cautela*

## I INTRODUCCIÓN

Para un banco central, el precio de los activos financieros y de sus derivados constituye una importante fuente de información sobre las expectativas de los participantes en el mercado acerca de diversas variables macroeconómicas fundamentales, como la inflación y la actividad económica. Este contenido informativo se basa en el hecho de que el precio de los activos financieros tiene intrínsecamente en cuenta la situación futura y, por lo tanto, incorpora las expectativas de los participantes en el mercado sobre la evolución financiera y económica. En consecuencia, el seguimiento regular de los mercados financieros puede proporcionar al banco central información de utilidad con más puntualidad que

la mayoría de los indicadores cíclicos y de inflación, que se suelen publicar con retardos relativamente considerables.

Pese a estas ventajas, la interpretación de los indicadores basados en el precio de los activos financieros no suele ser sencilla, y conviene tener en cuenta sus limitaciones. Aunque el contenido informativo general del precio de los activos relativo a las expectativas de los mercados rara vez se cuestiona desde el punto de vista teórico, desde una perspectiva más práctica los métodos empleados para obtener esas expectativas resultan ser más problemáticos. En particular, la información extraída del precio de los activos financieros suele basarse en supuestos bastante restrictivos, aunque necesarios, sobre las relaciones entre el precio del

activo de que se trate y las variables macroeconómicas fundamentales. Además, el precio de los activos también puede verse influido por factores distintos de los macroeconómicos, como las características institucionales del mercado o los desplazamientos transitorios de la oferta y la demanda del activo subyacente que no están asociados a las variables macroeconómicas fundamentales. Por este motivo, y con el fin de efectuar un análisis riguroso de las expectativas de los mercados, resulta importante evaluar detenidamente todos los factores posibles.

Este artículo presenta una variedad de herramientas e indicadores para obtener información de los instrumentos financieros y realizar un seguimiento de los mercados financieros de la zona del euro. Se estructura de la forma siguiente. La sección 2 se centra en el mercado de renta fija y en ella se analizan los indicadores de las expectativas de inflación obtenidas de la deuda pública, el contenido informativo del rendimiento de la deuda pública relativo a las expectativas de los mercados sobre la actividad económica y ciertas medidas de incertidumbre. La sección 3 muestra cómo la evolución del precio de las acciones puede utilizarse para obtener expectativas de las variables macroeconómicas fundamentales, así como la atracción por el riesgo y su percepción del mismo por parte de los inversores. Las conclusiones se presentan en la sección 4.

## **2 ANALISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA**

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo refleja las expectativas de los inversores acerca de la inflación y de la actividad económica, principalmente en horizontes de medio a largo plazo, así como de los tipos de interés oficiales en horizontes más cortos. Además, los inversores exigen unas primas de riesgo para mantener esos bonos a largo plazo, lo que también se refleja en los niveles de rendimiento de los bonos. Estas primas de riesgo pueden considerarse una compensación por la incertidumbre asociada a esas expectativas y, por consiguiente, pueden variar con el tiempo.

Aunque la extracción de información no es directa, se dispone de algunas herramientas que permiten obtener conclusiones verosímiles. Por ejemplo, el seguimiento del rendimiento de los bonos durante períodos dilatados puede ayudar a identificar cómo las expectativas sobre las variables fundamentales han evolucionado en el tiempo. Igualmente importante, la comparación del rendimiento nominal de bonos convencionales con el de bonos indicados con la inflación proporciona medidas de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado, y al hacerlo para horizontes diferentes, puede ofrecer un perfil temporal de las expectativas de inflación en un momento dado. Por último, las medidas sobre la manera en que están distribuidas las expectativas del mercado también resultan útiles a efectos de política monetaria.

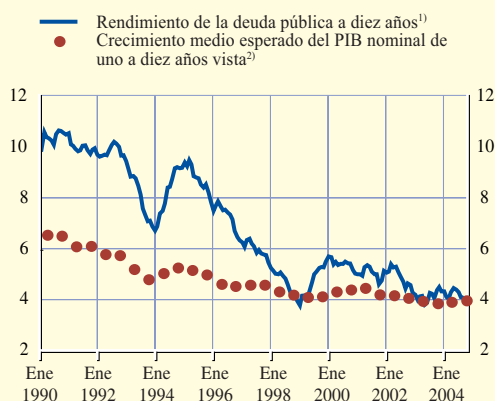
### **2.1 DETERMINANTES DEL RENDIMIENTO DE LOS BONOS A LARGO PLAZO**

Se puede considerar que el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo comprende tres elementos clave: el tipo de interés real esperado, que se supone que está estrechamente unido a las expectativas sobre la actividad económica, la tasa de inflación esperada y las primas de riesgo. Es posible obtener determinada información sobre el efecto de estos tres elementos en el rendimiento de los bonos a largo plazo, comparando estos rendimientos con datos de encuestas sobre la inflación y las expectativas de crecimiento a largo plazo.

En el gráfico 1 se representa el rendimiento de la deuda pública a diez años en la zona del euro y las expectativas de crecimiento del PIB nominal a plazos comparables (elaboradas mediante la suma de las expectativas relativas a la inflación de los precios de consumo y al crecimiento del PIB procedentes de Consensus Economics) a horizontes dilatados. Del gráfico se desprenden dos características principales. En primer lugar, a lo largo de la muestra considerada, el rendimiento de los bonos y las expectativas de crecimiento nominal mostraron, por lo general, movimientos similares, lo que indica que las expectativas a largo plazo acerca de las variables macroeconómicas fundamentales han desempeña-

**Gráfico 1 Rendimiento nominal de los bonos a largo plazo y expectativas de crecimiento del PIB nominal a largo plazo en la zona del euro**

(en porcentaje)



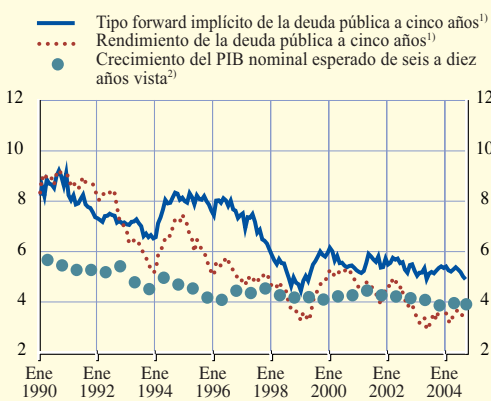
Fuentes: Consensus Economics y Reuters.

1) El rendimiento de los bonos de la zona del euro hasta 1999 se calcula como media ponderada del rendimiento en cada uno de los países de la zona, utilizando ponderaciones por el PIB del país y tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo. Posteriormente, se utilizan como ponderaciones para el cálculo los saldos vivos de los bonos.

2) Hasta octubre del 2002, las expectativas de la zona del euro se calculan como la media ponderada por el PIB de las expectativas para Francia, Alemania, Italia, los Países Bajos y España.

**Gráfico 2 Rendimiento al contado y tipo forward implícito de los bonos a cinco años y expectativas de crecimiento del PIB nominal a largo plazo en la zona del euro**

(en porcentaje)



Fuentes: Deutsche Bundesbank y Consensus Economics.

1) Rendimiento de los bonos alemanes (de cupón cero).

2) Las expectativas se refieren a datos alemanes anteriores a 1999 y a datos de la zona del euro después de esa fecha. Estos datos de la zona del euro se calculan como media ponderada por el PIB de las expectativas para Francia, Italia, los Países Bajos y España entre abril de 1999 y octubre del 2002.

ron un papel fundamental en la determinación del rendimiento de los bonos<sup>1</sup>. En segundo lugar, la brecha entre el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo y las expectativas de crecimiento nominal a largo plazo se estrechó considerablemente en la última década. El rendimiento de los bonos a largo plazo en la zona del euro se situó muy por encima de las expectativas de crecimiento nominal a largo plazo durante la primera parte de los años noventa. Esto podría deberse, en parte, a la incertidumbre relativamente elevada que existía en aquellos momentos acerca de la evolución futura de la inflación, del crecimiento económico y de los tipos de interés reales. Desde finales de los años noventa, sin embargo, la brecha entre los dos rendimientos se ha estrechado como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo exigidas por los inversores, debido a un entorno macroeconómico más estable, que incluye la estabilidad gradual de los tipos de cambio. Este estrechamiento también puede haberse debido al efecto beneficioso de una política monetaria comprometida firmemente con el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro<sup>2</sup>.

Además de factores fundamentales, como las expectativas de crecimiento económico y de inflación a largo plazo, la orientación de la política monetaria desempeña, a menudo, un papel importante en la determinación del rendimiento de los bonos a largo plazo, por su efecto sobre los tipos de interés a corto plazo. Esto se entiende con mayor facilidad si se piensa en términos de la hipótesis de las expectativas de la estructura temporal de los tipos de interés, que afirma que los tipos de interés a largo plazo deberían reflejar la media de los tipos de interés a corto plazo actuales y futuros a lo largo de la vida del bono a largo plazo. A su vez, la senda futura de los tipos de interés a corto plazo está determinada, principalmente, por las expectativas de los participantes en el mercado acerca del curso

- 1) Los factores estructurales tales como la menor productividad y el menor crecimiento de la población pueden haber contribuido también al descenso del rendimiento de los bonos durante los años noventa. Para más información, véase el artículo titulado «La tasa natural de interés de la zona del euro», en el Boletín Mensual de mayo del 2004.
- 2) Véase el recuadro titulado «El contenido informativo de los tipos de interés forward a largo plazo de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

futuro de la política monetaria. Si no se tienen en cuenta las primas por plazo, ello supone que, cuando la economía se estabiliza en torno a los niveles esperados de crecimiento económico y de inflación a largo plazo, los tipos de interés a corto y largo plazo deberían situarse en niveles relativamente cercanos a las expectativas de crecimiento nominal. Sin embargo, con periodicidad cíclica, la economía puede verse sometida a perturbaciones que exigen la adopción de medidas de política monetaria para mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. En tales circunstancias, los tipos de interés a corto plazo podrían desviarse durante algún tiempo de los niveles «neutrales» acordes con la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales, reflejando así la orientación de la política monetaria, y estas desviaciones podrían afectar, a través del canal de las expectativas, al rendimiento de los bonos a largo plazo.

No obstante, la política monetaria puede repercutir también en el rendimiento de los bonos a largo plazo a través de otros canales. En particular, la credibilidad de la política monetaria debería reflejarse en unas expectativas de inflación a largo plazo baja y estable, contribuyendo así a la estabilización del entorno macroeconómico y a una menor variabilidad del crecimiento de la producción, lo que, a su vez, tendería a favorecer el descenso del nivel del rendimiento de los bonos a través de unas menores primas de riesgo. Por este motivo, un nivel de tipos de interés a corto plazo relativamente elevado puede, a veces, estar asociado con tipos de interés reducidos en los plazos más largos de la curva de rendimientos.

Una manera de no tener en cuenta la influencia de la política monetaria a corto plazo sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo es, por ejemplo, descomponer el rendimiento de los bonos a diez años en el tipo al contado y el tipo *forward* implícito de los bonos a cinco años, dentro de cinco años (gráfico 2). El motivo de ello es que las expectativas respecto a la política monetaria a corto plazo influyen más en el rendimiento de los bonos a plazo más corto. Al mismo tiempo, el rendimiento del tipo *forward* dentro de cinco años debería verse mucho más afectado por la credibilidad de la política monetaria (y los factores relacionados mencionados anteriormente).

No se dispone de datos sobre los tipos *forward* de la zona del euro para un período largo, pero, en su lugar, se puede descomponer el rendimiento de los bonos alemanes a largo plazo. Dados los diferenciales bastante reducidos y relativamente estables entre los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro desde 1999, puede considerarse que, en los últimos años, el rendimiento de los bonos alemanes representa la evolución de los tipos de interés de la zona en su conjunto de una manera suficientemente adecuada.

El gráfico 2 muestra que el tipo *forward* implícito a cinco años siempre se situó por encima de las expectativas de crecimiento nominal a largo plazo durante el período comprendido entre 1990 y 2004. Las dos medidas registraron un descenso general durante el período muestral, y la brecha entre ellas se estrechó en el tiempo, debido probablemente a la reducción de las primas de riesgo. No obstante, en los dos últimos años la brecha entre el rendimiento de los tipos *forward* y las expectativas de crecimiento nominal ha seguido siendo mayor que la brecha entre el rendimiento de los bonos a diez años y las expectativas de crecimiento nominal, que se muestra en el gráfico 1. Esto se debe a que el rendimiento al contado de los bonos a cinco años cayó ligeramente por debajo de las expectativas de crecimiento nominal en varias ocasiones, incluidos los dos últimos años, en parte como consecuencia de la orientación acomodaticia de la política monetaria a lo largo de los períodos mencionados. Por el contrario, a comienzos de la década de los noventa, a causa de las respuestas de política monetaria, tanto el rendimiento al contado como el tipo *forward* de los bonos a cinco años se situaron muy por encima de las expectativas de crecimiento a largo plazo.

## 2.2 OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO

Uno de los principales componentes de los tipos de interés nominales a largo plazo son las expectativas de inflación de los inversores. Tales expectativas constituyen una fuente de información fundamental para un banco central. De hecho, las expectativas de inflación a largo plazo se suelen

utilizar como medida de la credibilidad de la política monetaria: si el compromiso del banco central de mantener la estabilidad de precios es creíble, las expectativas de inflación a largo plazo del sector privado deberían estar firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios.

### TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS EN LA ZONA DEL EURO

En los últimos años, una serie de países de la zona del euro ha emitido deuda pública cuyo cupón y pago del principal al vencimiento están indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco (véase el recuadro 1). El diferencial de rendimientos entre los bonos convencionales y los bonos indicados con la inflación comparables debería reflejar, entre otras cosas, las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para la zona del euro a lo largo de la vida residual del bono. A este diferencial de rendimientos se le suele denominar «tasa de inflación implícita», porque ofrece una estimación del nivel de inflación esperada en el que, bajo ciertos supuestos, a un inversor le resultaría indiferente mantener un tipo u otro de bonos.

Las tasas de inflación implícitas presentan varias ventajas importantes como fuente de información de las expectativas de inflación a largo plazo del sector privado. En primer lugar, en cuanto a la puntualidad, se dispone de ellas con mucha frecuencia. Esto las hace particularmente útiles a la hora de detectar cambios en las expectativas de inflación a largo plazo en cuanto se producen, lo que es algo más difícil de detectar en los datos procedentes de las encuestas, dado que éstas se realizan pocas veces al año. En segundo lugar, en cuanto a su fiabilidad, proporcionan información sobre las expectativas de inflación en que se basan en las operaciones de los mercados. Por último, como los bonos convencionales y los indicados con la inflación se suelen emitir con distintos plazos a la emisión, permiten, en principio, la obtención de información sobre las expectativas de inflación en un número de horizontes mayor que el habitual en las encuestas.

No obstante, hay que tener en cuenta que las tasas de inflación implícitas son sólo un indicador imperfecto de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, porque el diferencial entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación puede verse afectado por factores de mercado puramente técnicos o institucionales e incorporar varias primas, incluidas una prima de incertidumbre sobre la inflación o una prima de liquidez. Más concretamente:

- Es probable que las tasas de inflación implícitas incorporen una prima de riesgo de inflación exigida por los inversores para compensar la incertidumbre relativa a la inflación cuando mantienen bonos nominales a largo plazo. La lógica de esto es la siguiente: La inflación futura reduce los pagos de un valor nominal, pero no de un bono indicado con la inflación. En consecuencia, puede que los inversores demanden una prima como compensación por mantener valores nominales a largo plazo, y, como normalmente son aversos al riesgo, es posible que tal prima varíe en el tiempo a la par que la incertidumbre sobre la inflación futura. Además, es natural que esta prima de riesgo de inflación aumente con el vencimiento del bono. Esta prima tiende a sesgar al alza la tasa de inflación implícita. Al mismo tiempo, la incertidumbre acerca de la inflación en horizontes dilatados podría indicar asimismo hasta qué punto están arraigadas las expectativas de inflación, que es una información importante para un banco central.
- La liquidez del bono indicado con la inflación es habitualmente más reducida que la del bono nominal comparable, lo que puede conducir a que el rendimiento de los bonos indicados con la inflación lleve incorporada una prima de liquidez más elevada. Esta prima de liquidez tendería, por lo tanto, a sesgar a la baja la tasa de inflación implícita.
- En la zona del euro, las tasas de inflación implícitas se refieren al IAPC, excluido el tabaco<sup>3</sup>. En los últimos años, la tasa de inflación medida por

3 Véase el recuadro 1 para más detalles.



el IAPC general (es decir, la que incluye el tabaco) ha sido ligeramente superior que la tasa de inflación que excluye el tabaco. Si esto sucediera en el futuro, supondría un sesgo negativo en las tasas de inflación implícitas como indicador de las expectativas de inflación medida por el IAPC (general).

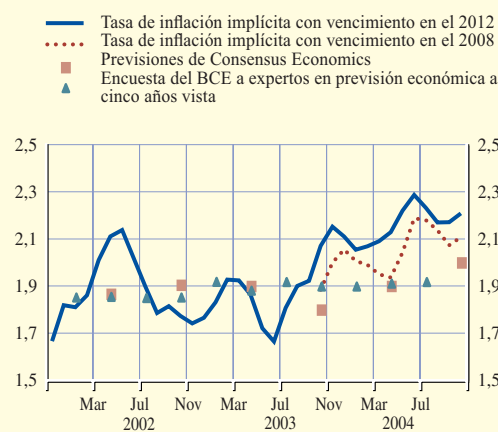
— Las tasas de inflación implícitas pueden estar sesgadas, en ocasiones, como consecuencia de factores de mercado técnicos o institucionales, tales como las distorsiones fiscales y la normativa relativas a la carga tributaria de los inversores o los incentivos que afectan a la demanda existente de instrumentos indicados con la inflación, que puede que tengan poco ver con los cambios en las expectativas de inflación. Lamentablemente, estos efectos de los cambios en la legislación y en las prácticas de mercado sobre las tasas de inflación implícitas son difíciles de aislar y de cuantificar, incluso en el caso de mercados de bonos indicados con la inflación más maduros (v.g., el Reino Unido)<sup>4</sup>.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, es aconsejable centrarse en los cambios más que en el nivel de las tasas de inflación implícitas al interpretar estas tasas en términos de expectativas de inflación a largo plazo. Sin embargo, los bonos indicados con la inflación siguen siendo para un banco central una fuente de información valiosa sobre las expectativas de inflación, y su importancia probablemente se acrecienta con el tiempo a medida que aumenten los plazos y la liquidez disponibles en el mercado (véase recuadro 1). Además, como contraste resulta útil comparar las tasas de inflación implícitas con las medidas procedentes de las encuestas relativas a las expectativas de inflación a largo plazo.

En el gráfico 3 se presentan las tasas de inflación implícitas calculadas a partir de bonos indicados con la inflación a dos vencimientos diferentes, 2008 y 2012, emitidos por el Tesoro italiano y francés, respectivamente. Como ambos bonos están indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, estas tasas de inflación implícitas pueden utilizarse para medir las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores para la

**Gráfico 3 Tasas de inflación implícitas y medidas de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro procedentes de las encuestas**

(en porcentaje)



Fuentes: Consensus Economics, Reuters y cálculos del BCE.

zona del euro. Dada la gama aún relativamente limitada de vencimientos a la que se emiten los bonos indicados con la inflación en la zona del euro, los bonos de este tipo con vencimiento en los años 2008 y 2012 continúan siendo los bonos de referencia para el cálculo de las tasas de inflación implícitas a cinco y diez años, a pesar de que sus vidas residuales se han reducido entre tanto en torno a cuatro y a ocho años, respectivamente.

Desde que en noviembre del 2001 se emitiera el bono con vencimiento en el 2012, la tasa de inflación implícita obtenida de este ha fluctuado entre el 1,6% y el 2,4%, y su promedio ha sido, aproximadamente, el 1,9%. La tasa de inflación implícita extraída del bono con vencimiento en el 2008, emitido en septiembre del 2003, se ha mantenido por debajo de la tasa de inflación implícita a diez años en el mismo período. Esto sugiere, en parte, que la prima de riesgo de inflación aumenta con el vencimiento.

La gama creciente de vencimientos de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro permite comparar las expectativas de inflación media a horizontes distintos. Por ejemplo, las tasas de inflación

4 Para ilustrar el caso del mercado del Reino Unido, véase el artículo titulado «On market-based measures of inflation expectations» de C. Scholtes en el Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra de la primavera del 2002.

## Recuadro I

**EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE BONOS INDICIADOS CON LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS**

El primer bono con pagos de cupón indicados con la inflación de la zona del euro fue emitido por el Tesoro francés en noviembre del 2001, con vencimiento en julio del 2012. Aunque la definición de estabilidad de precios en la zona del euro del BCE se basa en el IAPC general, es decir, el que incluye el tabaco, el cumplimiento de la normativa francesa relativa a la emisión de instrumentos indicados con la inflación ha llevado a elegir el índice del IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. Este último índice se ha convertido, desde entonces, en la referencia del mercado en la zona del euro, y todos los bonos indicados con la inflación emitidos hasta el momento están indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco.

Tras un comienzo relativamente lento, el mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro ha experimentado un crecimiento significativo desde el año 2003, pues dos países más de la zona del euro, esto es, Grecia e Italia, han decidido emitir este tipo de bonos (véase cuadro)<sup>1</sup>. Además, algunos otros Estados de la zona han anunciado que están considerando la posibilidad de emitir deuda indicada con la inflación en el 2005. Los bonos griegos e italianos comparten la mayor parte de las características técnicas de los bonos franceses indicados con la inflación, es decir, están vinculados al IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, y también ofrecen amortización garantizada a la par, lo que supone protección contra la deflación, pero las agencias de calificación no perciben que los bonos tengan el mismo riesgo de crédito.

La liquidez del mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro ha aumentado debido al mayor número de emisores y de plazos disponibles, y el volumen de operaciones parece haberse incrementado sustancialmente en los dos últimos años (véase gráfico). Además, en el período más reciente, el interés de los inversores por los valores indicados con la inflación se ha acrecentado significativamente. Algunos cambios en la normativa parecen haber desempeñado un papel importante en impulsar la demanda de tales instrumentos, principalmente por parte de empresas de seguros y fondos de pensiones, lo que puede haber provocado cierta escasez en el mercado, a pesar del creciente volumen de emisión<sup>2</sup>.

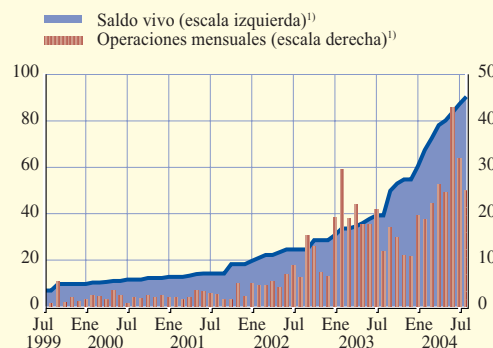
**Características de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco**

| Emisor  | Vencimiento | Fecha de emisión | Saldo vivo (mm de euros) |
|---------|-------------|------------------|--------------------------|
| Italia  | Sep 2008    | Sep 2003         | 7,00                     |
| Francia | Jul 2012    | Nov 2001         | 11,00                    |
| Francia | Jul 2020    | Ene 2004         | 5,08                     |
| Italia  | Sep 2014    | Feb 2004         | 8,50                     |
| Grecia  | Jul 2025    | Mar 2003         | 1,25                     |
| Francia | Jul 2032    | Oct 2002         | 5,00                     |

Fuentes: Tesoros francés, italiano y griego.

**Operaciones mensuales y saldo vivo de los bonos indicados con la inflación emitidos por el Tesoro francés**

(mm de euros)



Fuentes: Tesoro francés y BNP Paribas.

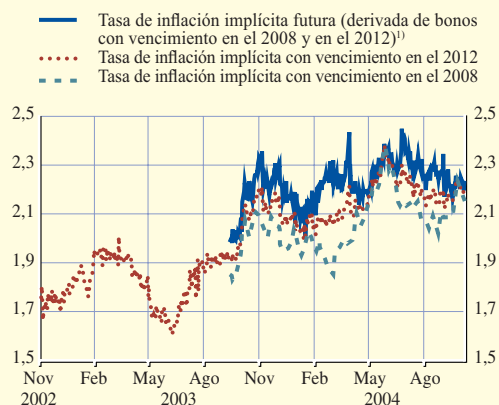
1) Estos datos se refieren a la deuda indicada con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, y al IPC francés, excluido el tabaco.

1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2003.

2 Por ejemplo, la evidencia anecdótica sugiere que los cambios en la normativa francesa relativos a la indicación del tipo de interés pagado por ciertos depósitos se tradujo en la necesidad de que las instituciones financieras que ofrecían esos productos se cubrieran frente a la inflación.

**Gráfico 4 Descomposición de las tasas de inflación implícitas a diez años en tasas al contado y forward**

(en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

1) Dada la limitada disponibilidad de vencimientos para los bonos indicados con la inflación en la zona del euro, esta descomposición utiliza bonos emitidos por los distintos Tesoros y con vencimientos de cinco a diez años aproximadamente.

implícitas parecen elevarse significativamente en el segundo trimestre del 2004. La evolución de los precios del petróleo en ese período podría no sólo haber incrementado las expectativas de inflación a corto plazo, sino también la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios, posiblemente también influida por la recuperación de la actividad económica mundial. En ese contexto, resultó importante realizar un seguimiento estrecho de en qué horizontes se vieron más afectadas las expectativas de inflación. Las tasas de inflación implícitas a horizontes más cortos aumentaron más que las tasas a horizontes más largos, alcanzando la tasa de inflación implícita a cinco años el nivel de la tasa de inflación implícita diez años a comienzos de junio (véase gráfico 4). Esto indica que, durante ese período, las expectativas de inflación se vieron afectadas principalmente en los horizontes más cortos, y que se mantuvieron más estables en horizontes más largos.

El cálculo de la tasa de inflación implícita futura incorporada en las tasas de inflación implícitas al contado puede ofrecer información más precisa a este respecto. Las tasas de inflación implícitas al contado mostradas en el gráfico 3 deberían reflejar la compensación por la inflación media exigida

por los inversores a lo largo de la vida residual del bono. Esta inflación media esperada puede descomponerse en inflación media esperada entre los años 2004 y 2008 (medida por la tasa de inflación implícita al contado obtenida del bono iniciado con la inflación del 2008) y la inflación media esperada entre los años 2009 y 2012 (medida por la tasa de inflación implícita futura). La tasa de inflación futura esperada tendría que ser más elevada que la tasa de inflación implícita a cinco años porque la prima de riesgo de inflación debería aumentar con el vencimiento, reflejando una mayor incertidumbre relativa a la inflación a los horizontes más largos.

La tasa de inflación implícita futura para el período 2009-2012 muestra fluctuaciones similares a las de la tasa de inflación implícita a diez años (véase gráfico 4). Sin embargo, presenta una estabilidad ligeramente mayor. Esto sugiere que las expectativas de inflación en horizontes largos han sido más estables, y que en horizontes más cortos han sido más volátiles. Además, es probable que la prima de riesgo de inflación sea menos volátil en horizontes largos que en cortos.

#### LA CURVA DE SWAPS INDICIADOS CON LA INFLACIÓN Y LOS TIPOS SWAP INDICIADOS CON LA INFLACIÓN FUTURA IMPLÍCITA

Los *swaps* iniciados con la inflación (*swaps I/I*) constituyen una fuente de información alternativa sobre las expectativas de inflación de los inversores para la zona del euro. En un *swaps I/I*, un inversor se compromete a pagar a otro inversor un flujo fijo de pagos a cambio de un flujo de pagos ligado a la inflación observada a lo largo de la vida del contrato<sup>5</sup>.

El mercado de *swaps I/I* ha crecido rápidamente desde el 2002, como consecuencia de la creciente demanda de instrumentos ligados a la inflación y de la oferta relativamente limitada de bonos iniciados con la inflación en la zona del euro. De hecho, las empresas con beneficios vinculados a la inflación

5 Esta sección se centra en información obtenida de los *swaps* de cupón cero.

(v.g., las empresas de agua, gas y electricidad y los minoristas) pueden utilizar este mercado para cubrirse frente al impacto de una inflación reducida sobre sus beneficios, mientras que las empresas con pasivos indicados con la inflación (por ejemplo, los fondos de pensiones y las empresas de seguro de vida) pueden utilizarlo para cubrirse frente al impacto de una inflación elevada sobre sus pasivos.

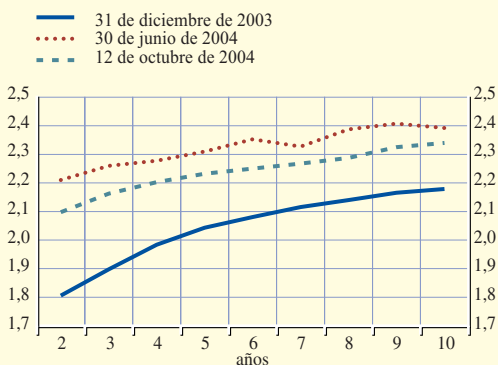
Los tipos *swaps* I/I proporcionan una gama mucho más amplia de vencimientos que los bonos indicados con la inflación, en particular para horizontes de corto y medio plazo, posibilitando la obtención de una estructura temporal adecuada de los tipos *swap* indicados con la inflación. Como ocurre con la estructura temporal de los tipos de interés, la pendiente de la curva de tipos *swap* I/I también tiende hacia arriba, lo que puede reflejar la presencia de primas por plazos, ligadas estrechamente, con toda probabilidad, a la incertidumbre relativa a la inflación y que se incrementan con el vencimiento. Así pues, como sucede con las tasas de inflación implícitas, los *swap* I/I también pueden estar sesgados, siendo, por tanto, indicadores imperfectos de las expectativas de inflación.

Hay, sin embargo, dos motivos por los que es probable que los tipos *swap* I/I difieran de las tasas de inflación implícitas con vencimientos similares. En primer lugar, los *swaps* I/I más habituales en la zona del euro son los *swaps* de cupón cero, con un único pago en la fecha de vencimiento del contrato, mientras que los bonos indicados con la inflación son bonos con un pago de cupón anual, lo que puede ayudar a explicar que los tipos *swaps* I/I sean más elevados que las tasas de inflación implícitas con vencimientos similares<sup>6</sup>. Además, también puede estar incluido en las expectativas de inflación obtenidas de los *swaps* I/I un riesgo de contraparte. Este riesgo se reduce habitualmente mediante activos de garantía y, por lo tanto, no debería ser considerable, pero también sesga al alza los tipos *swap* I/I con respecto a las tasas de inflación implícitas.

Los cambios en las expectativas de inflación pueden analizarse haciendo un seguimiento de los desplazamientos que se producen en la curva de tipos *swap* I/I a lo largo del tiempo. Por ejemplo, el aumento de la preocupación sobre la in-

Gráfico 5 Curva de inflación de la zona del euro derivada de los swaps indicados con la inflación

(en porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

flación en el segundo trimestre del 2004 se tradujo en un significativo desplazamiento de esta curva hacia arriba en mayo y junio del 2004, que se corrigió posteriormente en los meses de verano. En cuanto a las tasas de inflación implícitas futuras, éstas pueden calcularse también a partir de los tipos *swap* I/I. Ciertamente, la gama más amplia de vencimientos disponible para los tipos *swaps* I/I al contado permite el cálculo de los tipos *forward* implícitos para muchos horizontes diferentes.

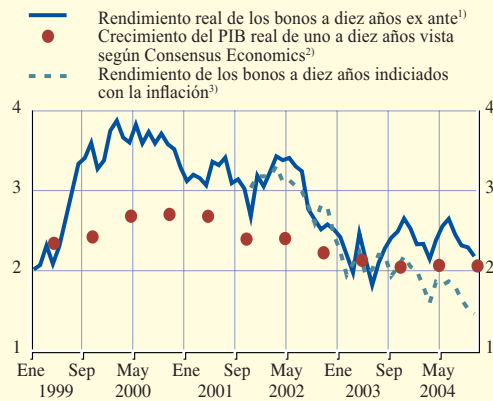
### 2.3 EXPECTATIVAS DE MERCADO RELATIVAS A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las expectativas relativas al crecimiento económico futuro son otro determinante fundamental del rendimiento de los bonos a largo plazo a través de su impacto en el componente de tipos de interés reales. La relación entre las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía y el nivel de los tipos de interés reales se retrotrae al menos a Irving Fisher (1907)<sup>7</sup>.

- 6 Otra manera de comparar las tasas de inflación implícitas con los tipos *swap* I/I sería equiparar la duración de ambos instrumentos financieros. Véase el recuadro titulado «Obtención de las expectativas de inflación de la zona del euro a partir de los *swaps* indicados con la inflación», en el Boletín Mensual de septiembre del 2003, para ilustrar este enfoque.
- 7 Véase I. Fisher (1907), «The Rate of Interest», Nueva York, Macmillan.

**Gráfico 6 Rendimiento real de los bonos a diez años ex ante, rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación y expectativas de crecimiento del PIB real a largo plazo en la zona del euro**

(en porcentaje)



Fuentes: Consensus Economics, Reuters y cálculos del BCE.

1) Rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro descontadas las expectativas de inflación de uno a diez años vista proporcionadas por Consensus Economics.

2) Media ponderada por el PIB de las expectativas para Francia, Alemania, Italia, los Países Bajos y España.

3) Se refiere a la deuda pública francesa indicada con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco.

En este sentido, una comparación de los rendimientos reales puede proporcionar información de utilidad para los bancos centrales sobre la manera en que los participantes en el mercado perciben las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo. Una posibilidad es analizar los rendimientos de los bonos indicados con el IAPC de la zona del euro, pero sólo están disponibles a partir de noviembre del 2001. Otro método consiste en calcular el rendimiento real de los bonos ex ante, descontando el rendimiento nominal de los bonos a largo plazo con medidas de expectativas de inflación, procedentes, por ejemplo, de Consensus Economics, a uno o diez años vista. Esta medida del rendimiento real de los bonos ex ante ha de tratarse, sin embargo, con cierta cautela, porque contiene también una prima de incertidumbre relativa a la inflación, mientras que el rendimiento de los bonos indicados con la inflación debería incorporar solamente una prima relacionada con el riesgo de tipos de interés reales

El gráfico 6 pone de manifiesto algunas características notables. En primer lugar, la tendencia de las medidas del rendimiento real de los bonos

a largo plazo y de las expectativas de crecimiento del PIB real a largo plazo es similar. Esto confirma que las expectativas de crecimiento económico a largo plazo de los inversores tienen su papel en la dinámica de los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro. En segundo lugar, la medida ex ante del rendimiento real de los bonos a diez años (es decir, el rendimiento nominal de los bonos, descontando las previsiones de inflación) y la basada en los bonos indicados con la inflación se movieron bastante en paralelo. No obstante, el nivel de la medida del rendimiento real de los bonos ex ante basado en las encuestas se ha apartado ligeramente del rendimiento de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro desde mediados del 2003, aproximadamente. Esta desviación entre las dos medidas podría ser indicativa de un aumento general de la prima de incertidumbre relativa a la inflación incorporada solamente en el rendimiento nominal de los bonos, como quedó reflejado también en el incremento simultáneo observado en la tasa de inflación implícita a diez años.

## 2.4 EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LAS OPCIONES SOBRE EL PRECIO DE LOS BONOS

Además de realizar un seguimiento de las principales expectativas sobre la senda futura de las variables macroeconómicas fundamentales, también es útil evaluar con qué amplitud y uniformidad están distribuidas estas expectativas en torno a su media. A este respecto, la información contenida en el precio de las opciones es particularmente adecuada, pues permite la inferencia de una distribución completa de las expectativas de mercado y, por consiguiente, una mayor variedad de momentos. Una medida popular derivada del precio de las opciones es la volatilidad implícita que, en teoría, revela la dispersión de las expectativas sobre el precio futuro del activo subyacente<sup>8</sup>.

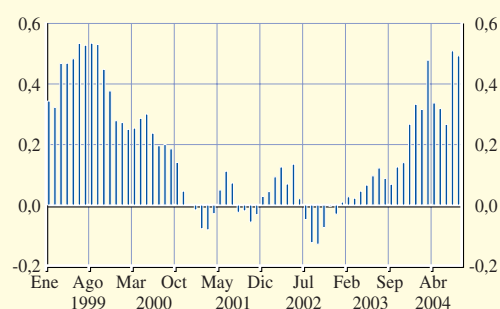
<sup>8</sup> Véase el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo del 2000.

Sin embargo, el precio de las opciones puede revelar más información que la contenida en la volatilidad implícita. De hecho, ya que el precio de una opción depende de la probabilidad percibida de que el precio del activo subyacente supere el precio de ejercicio de la opción el día de su vencimiento, puede utilizarse un conjunto de precios de opciones con el mismo vencimiento, pero con distintos precios de ejercicio, para inferir la distribución de probabilidades completa de las expectativas relativas a los precios de los participantes en el mercado. La estimación de la función de densidad de probabilidades implícita en las opciones proporciona, pues, el conjunto completo de probabilidades que los participantes en el mercado asignan a los distintos niveles de precios del activo subyacente al vencimiento de las opciones. Con todo, hay que tener en cuenta que cualquier efecto derivado de las primas de riesgos, que puede ser importante y variar significativamente en el tiempo, no se toma en consideración al interpretar estas distribuciones en términos de expectativas.

Una interesante medida derivada de dicha función de densidad de probabilidades implícita es el grado de asimetría medido por el coeficiente de asimetría, que puede utilizarse para evaluar los riesgos relativos, al alza o a la baja, que afectan al precio del activo subyacente, tal y como los perciben los participantes en el mercado. Cuando este coeficiente se calcula mediante la función de densidad de probabilidades obtenida a partir de las opciones sobre futuros de bonos alemanes, una asimetría positiva indica que los participantes en el mercado consideran que hay mayor probabilidad de que se produzcan fuertes incrementos en el rendimiento de los bonos que descensos de la misma magnitud. En el gráfico 7 se presenta la medida de asimetría mensual media basada en las opciones con 30 días hasta su vencimiento<sup>9</sup>. Este indicador ha sido positivo en los años 2003 y 2004, lo que sugiere que los participantes en el mercado han anticipado los riesgos al alza netos con respecto a los niveles futuros de rendimiento de los bonos en la zona del euro.

**Gráfico 7 Coeficiente de asimetría implícito en las opciones para el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro**

(medias mensuales de datos diarios)



Fuentes: Eurex y cálculos del BCE.

Nota: El coeficiente de asimetría implícito en las opciones se calcula utilizando el precio de las opciones sobre futuros de deuda pública alemana (con 30 días hasta su vencimiento).

### 3 VALORACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE

El precio agregado de las acciones puede contener más información sobre las expectativas relativas al curso futuro de la economía que la incluida en el precio de los bonos. Ya que los dividendos agregados esperados tienden a estar estrechamente asociados al crecimiento esperado de los beneficios empresariales, los datos de los mercados de renta variable pueden ofrecer información de utilidad adicional para evaluar las expectativas de los participantes en el mercado sobre la actividad de la economía en su conjunto. Además, las medidas de los riesgos de los mercados de renta variable, tal y como los perciben los inversores, pueden ayudar a valorar la incertidumbre a que están sujetas sus expectativas macroeconómicas y, tam-

<sup>9</sup> Como los resultados en términos de rendimiento hasta el vencimiento pueden ser más informativos e intuitivos, la distribución estimada de los precios de los futuros sobre bonos representada en el gráfico 7 se transforma en una distribución del rendimiento de los bonos.

bién, proporcionar señales de la fragilidad percibida acerca de las condiciones generales del mercado de renta variable.

### 3.1 EXPLICACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES: UN EJERCICIO DE DESCOMPOSICIÓN BASADO EN MODELOS

Para explicar el precio de las acciones empíricamente se necesita un modelo que relacione su precio con otras variables observables que pueden considerarse «fundamentales» para la valoración de las acciones. El enfoque teórico convencional de valoración de acciones es el modelo de descuento de dividendos. Suponiendo que los mercados son eficientes, el precio de las acciones en equilibrio debería ser igual al valor actual de los dividendos esperados en el futuro. La tasa de descuento utilizada para calcular el valor actual de los dividendos esperados en el futuro puede descomponerse en un tipo de interés real que mide los costes de oportunidad (es decir, la tasa de rendimiento real de una inversión alternativa en deuda pública, por ejemplo) y la correspondiente prima por riesgo de precio de acciones. Esta prima compensa a los inversores por asumir los riesgos habitualmente más elevados de las acciones, consecuencia de la incertidumbre sobre los futuros dividendos, en comparación con los valores que devengan intereses. Por ello, el modelo de descuento de dividendos identifica los dividendos actuales y esperados (o beneficios empresariales), los tipos de interés reales y la prima por riesgo de precio de acciones como los factores determinantes del precio de las acciones. En este epígrafe se ilustrará el empleo de un modelo de descuento de dividendos para explicar la evolución del precio de las acciones en la zona del euro en términos de estos factores macroeconómicos fundamentales (véase recuadro 2 para más información sobre la aplicación empírica del modelo).

La prima por riesgo de precio de acciones estimada para el índice Dow Jones EURO STOXX sobre la base del modelo de descuento de dividendos en tres etapas parece ser un indicador de utilidad de

las percepciones de los inversores sobre los riesgos en el mercado de renta variable y de su grado de aversión al riesgo. Por ejemplo, como se muestra en el gráfico 8, la prima por riesgo de precio de acciones se movió casi a la par que un índice de la atracción por el riesgo que sienten los inversores en los mercados de renta variable basado en encuestas. El índice de atracción por el riesgo se presenta en una escala invertida, de modo que un descenso en la serie significa una mayor atracción por el riesgo, lo que, efectivamente, tiende a coincidir, por ejemplo, con una reducción de la prima por riesgo de precio de acciones. Además, el nivel medio de la prima por riesgo de precio de acciones implícita, que se situó en torno al 4% a lo largo del período cubierto, parece concordar con las estimaciones habituales de dichas primas.

Calculando la prima por riesgo de precio de acciones de esta manera, puede obtenerse una descomposición (aproximada) de la variación porcentual del precio de las acciones en contribuciones individuales procedentes de cambios en los dividendos, del crecimiento de los beneficios reales esperados por los analistas, así como del tipo de interés real a largo plazo y de la prima por riesgo de precio de acciones. En el gráfico 9 se muestran las variaciones trimestrales del índice Dow Jones EURO STOXX desde el segundo trimestre del 2002 al segundo trimestre del 2004.

El gráfico sugiere que en los dos años anteriores, el precio de las acciones en la zona del euro se ha visto impulsado principalmente por cambios en la prima por riesgo de precio de acciones y en el tipo de interés real a largo plazo. Por el contrario, la evolución respectiva de los dividendos actuales y de los beneficios esperados contribuyó en mucha menor medida a explicar el precio medio de las acciones.

Si bien esta explicación resulta muy plausible en este período concreto, conviene destacar de nuevo algunas limitaciones que afectan al modelo de descuento de dividendos en tres etapas. En particular, la prima por riesgo de precio de acciones se calcula como el término residual del modelo, recogiendo, por lo tanto, la influencia de todos los demás factores que determinan el precio de las

## Recuadro 2

## UN MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS EN TRES ETAPAS PARA LA ZONA DEL EURO

Este modelo postula que las acciones pueden valorarse según el valor actual del flujo esperado de dividendos a lo largo de un futuro principalmente infinito. El precio real de las acciones,  $P$ , puede expresarse, entonces, del modo siguiente:

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{h-g}$$

donde  $D$  es el nivel actual de dividendos reales, y  $g$  y  $h$  son, respectivamente, la tasa de crecimiento esperada de los dividendos, en términos reales, y la tasa de descuento, que, en su versión más sencilla, se supone que son constantes<sup>1</sup>. Además, suponiendo que los dividendos son una proporción constante de los beneficios, la tasa de crecimiento esperada de los dividendos puede sustituirse por la tasa de crecimiento de los beneficios esperada en el futuro.

Para aplicar el modelo al precio de las acciones incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, seguimos a Fuller y a Hsia (1984) y suponemos que es de esperar que el crecimiento de los beneficios empresariales en términos reales se desarrolle en tres etapas<sup>2</sup>. En la primera etapa (los cuatro primeros años), se espera que los beneficios crezcan a una tasa real  $g_t^{IBES}$ , que se establece que sea igual a las previsiones de crecimiento a largo plazo (a tres o cinco años vista) de los beneficios por acción realizadas por los analistas del I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) para las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX<sup>3</sup>, menos las previsiones de inflación a cinco años vista de Consensus Economics. La segunda etapa es un período transitorio (que se supone de ocho años), en la que se prevé que el crecimiento de los beneficios en términos reales se ajuste de manera lineal a una tasa de crecimiento a largo plazo constante de los beneficios empresariales en términos reales,  $g$ , que se supone que se mantiene en la tercera etapa infinita.

El precio de equilibrio del índice Dow Jones EURO STOXX puede expresarse entonces como:

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + \delta(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g}$$

$P_t$ ,  $D_t$  y  $g_t^{IBES}$  son variables observables, y se supone que  $g$  es constante e igual al 2,5%<sup>4</sup>.

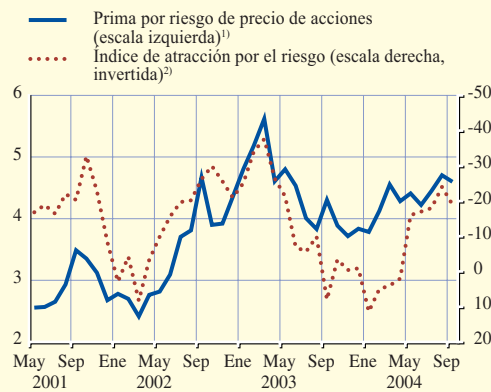
La tasa de descuento  $h_t$  puede calcularse implícitamente como el término residual y descomponerse en tipo de interés real y prima por riesgo de precio de acciones. Por lo tanto, puede obtenerse una estimación de este riesgo para el índice Dow Jones EURO STOXX restando de la tasa de descuento calculada implícitamente el rendimiento del bono del Tesoro francés a diez años indiciado con el IAPC de la zona del euro como medida de los tipos de interés reales. La prima de riesgo por precio de acciones implícita debe interpretarse con cautela, pues hay varios factores que este marco no capta adecuadamente.

- 1 Para una obtención del modelo, véase el anexo del artículo titulado, «El mercado de valores y la política monetaria» en el Boletín Mensual de febrero del 2002.
- 2 Véase R.J. Fuller y C.-C. Hsia. (1984); «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal, September-October, pp. 49-56, y N. Panigirtzoglou y R. Scammell (2002); «Analysts' earnings forecasts and equity valuations», Quarterly Bulletin del Banco de Inglaterra, primavera, pp. 59-66.
- 3 Tales expectativas de crecimiento de los beneficios deberían, en todo caso, tratarse con cierta cautela, ya que puede que no estén sesgadas y que no sean plenamente representativas de las expectativas de mercado. Véase el recuadro titulado «¿Cuál es el contenido informativo de las expectativas que mantienen los analistas sobre los beneficios de las empresas cotizadas en los mercados bursátiles?», en el Boletín Mensual de marzo del 2004
- 4 Esta tasa de crecimiento a largo plazo de los beneficios empresariales reales es, en general, coherente con las expectativas del sector privado relativas al crecimiento potencial en la zona del euro.



**Gráfico 8 Prima por riesgo de precio de acciones en la zona del euro e índice de atracción por el riesgo de los inversores internacionales**

(escala izquierda en porcentaje; escala derecha en puntos porcentuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics, STOXX, Merrill Lynch Global Fund Manager Survey y cálculos del BCE.

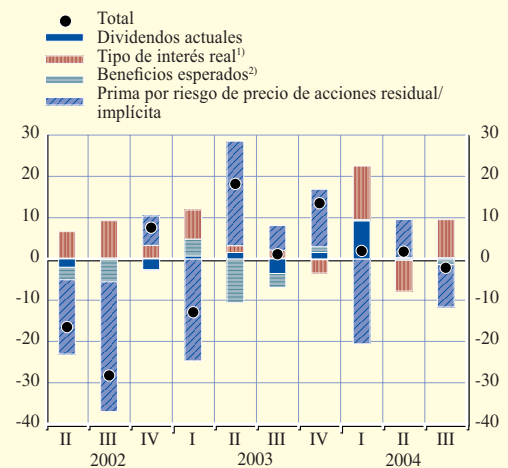
- 1) Estimado sobre la base del modelo de descuento dividendos en tres etapas descrito en el recuadro 2.
- 2) Saldo neto de entrevistados en la encuesta de Merrill Lynch denominada Global Fund Manager Survey que afirman que están asumiendo actualmente riesgos más elevados, normales o inferiores a lo normal en su estrategia de inversión, en relación con sus referencias. Un número negativo supone una asunción de riesgos inferior a la normal.

acciones, que el modelo no recoge adecuadamente. Así pues, la prima por riesgo de precio de acciones estimada podría ser más volátil que la justificada por los cambios «verdaderos» de los inversores en cuanto a su aversión al riesgo y a la percepción de dicho riesgo, lo que supondría que la descomposición tiende a sobrevalorar el impacto de dicha prima en el precio de las acciones. La influencia de las expectativas de crecimiento de los beneficios y de los tipos de interés reales puede que tampoco esté recogida de manera adecuada, ya que ambos están representados por un único indicador y no por la estructura temporal completa de las expectativas del crecimiento de los beneficios y de los tipos de interés reales.

Además, el modelo no ofrece una explicación explícita de por qué los cambios en la inflación pueden determinar el precio de las acciones: el modelo de descuento de dividendos utiliza el crecimiento de los beneficios descontando el rendimiento de la deuda pública en términos reales, por lo que debería ser neutral a las variaciones en las expectativas de inflación, aparte del impacto de la

**Gráfico 9 Descomposición de las variaciones del índice Dow Jones EURO STOXX basada en el modelo de descuento de dividendos**

(contribuciones a las variaciones trimestrales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics y cálculos del BCE.

- 1) El tipo de interés real es el rendimiento del bono francés a diez años indicio con el IAPC de la zona del euro.
- 2) Expectativas de crecimiento de los analistas relativas a los beneficios a largo plazo del índice Dow Jones EURO STOXX, proporcionadas por el Institutional Brokers Estimate System.

inflación en el nivel de los dividendos nominales. El hecho de que el rendimiento de los dividendos parezca revertir con el tiempo a cierto valor de equilibrio a largo plazo implica que el precio nominal de las acciones y los dividendos nominales tienden a crecer con el tiempo al mismo ritmo. Esto, a su vez, puede sugerir que, suponiendo que cualquier cambio en la tasa de inflación provoca un aumento proporcional de la tasa de crecimiento de los beneficios y los dividendos nominales, las acciones podrían utilizarse para cubrirse frente a la inflación en horizontes dilatados. No obstante, la evidencia empírica sugiere que, en general, la inflación tiende a tener un impacto negativo sobre el precio de las acciones en términos reales. Se han dado algunas explicaciones de esta característica. En primer lugar, las tasas de inflación elevadas y variables pueden dañar la economía real y, en particular, el sector empresarial. En este caso, el crecimiento esperado de los beneficios reales puede estar sujeto a revisiones a la baja, justificando, así, el descenso del precio de las acciones en términos reales, de acuerdo con el modelo de descuento de dividendos. En segundo lugar, la mayor

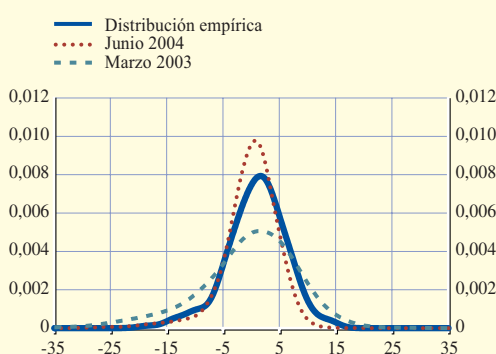
incertidumbre económica asociada con un entorno de alta inflación también tiende a hacer que las inversiones en el mercado de renta variable sean más arriesgadas, lo que puede generar presiones al alza en las primas por riesgo de precio de acciones, que, a su vez, hacen descender el precio de las acciones.

### 3.2 ANÁLISIS DE LA PERCEPCIÓN DEL RIESGO EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE POR PARTE DE LOS INVERSORES

Como ocurre en el mercado de renta fija, la información contenida en el precio de las opciones también puede utilizarse para medir la distribución completa de las expectativas de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del precio de las acciones. Al obtener las funciones de densidad de probabilidades implícitas a partir de las opciones sobre índices bursátiles es posible analizar la evolución de las percepciones de los participantes en el mercado sobre la incertidumbre en el mercado de renta variable y, por ejemplo, el equilibrio de riesgos en cuanto al rendimiento futuro de este mercado. Con todo, hay que tener en cuenta que el efecto de las variaciones de las primas de riesgo, que puede ser importantes y variar significativamente en el tiempo, no se toma en consideración al interpretar estas distribuciones en términos de expectativas.

La utilidad de estas distribuciones implícitas en las opciones puede ilustrarse con datos de la zona del euro para los dos últimos años, en los cuales el mercado de renta variable registró una fuerte recuperación tras tres años consecutivos de rendimientos anuales negativos. En el gráfico 10 figuran dos funciones de densidad de probabilidades implícitas basadas en las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, cada una de ellas con 30 días hasta el vencimiento, obteniéndose la primera función de densidad en marzo del 2003, y la segunda en junio del 2004. Como muestra el gráfico, la función de densidad de probabilidades implícita obtenida en marzo del 2003, en pleno conflicto de Iraq, sugiere pro-

**Gráfico 10 Distribuciones empíricas y basadas en opciones de los rendimientos en el mercado de renta variable en la zona de euro**



Fuentes: Eurex y cálculos del BCE.

Nota: las distribuciones para marzo del 2003 y junio del 2004 son funciones de densidad de probabilidades neutrales al riesgo calculadas a partir del precio de las opciones, con 30 días hasta el vencimiento, sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50.

habilidades relativamente importantes de próximas y considerables correcciones a la baja del precio de las acciones, lo que indica que, en aquel momento, se percibía que la incertidumbre acerca de una inminente corrección del mercado de renta variable era relativamente elevada. Por ejemplo, los inversores asignaban una probabilidad de alrededor del 15% a que se produjera un descenso en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 del 10% o más en el momento de vencimiento de las opciones. En junio del 2004, esta probabilidad se había reducido al 5%.

La distribución empírica de los rendimientos se basa en los rendimientos mensuales observados en el índice Dow Jones EURO STOXX 50 a partir de 1998. Es importante tener en cuenta que las distribuciones implícitas en las opciones y la distribución empírica se obtienen utilizando supuestos diferentes. La distribución implícita se calcula mediante el principio de valoración neutral al riesgo, según el cual el precio de una opción puede expresarse como el valor actual de los pagos futuros esperados sobre la opción, las expectativas se basan en la «medida de probabilidad neutral al riesgo» y la tasa de descuento es el tipo de interés

sin riesgo vigente durante la vida de la opción<sup>10</sup>. La distribución empírica se calcula, por su parte, utilizando el precio efectivo de las acciones, por lo que se ve afectada por las variaciones registradas en las primas de riesgo. El gráfico sugiere que, en junio del 2004, los participantes en el mercado percibieron que los rendimientos futuros del mercado de renta variable estaban distribuidos de manera más similar a los rendimientos históricos que en marzo del 2003.

#### 4 CONCLUSIONES

En general, el precio de los activos financieros proporciona información que ayuda a evaluar las perspectivas para la actividad económica y la inflación. Este artículo ha ilustrado cómo puede obtenerse esa información de diversos tipos de instrumentos financieros. Concretamente, las expectativas de inflación a largo plazo para la zona del euro, medidas por las tasas de inflación implícitas, se han mostrado relativamente estables en horizontes de medio a largo plazo en los últimos años, pero han sido mucho más volátiles en horizontes más cortos. La evolución del mercado de renta variable en la zona del euro parece haber reflejado, fundamentalmente, los cambios en el tipo de interés real y en la prima por riesgo de precio de acciones. En cuanto a la incertidumbre de los inversores, las expectativas a corto plazo relativas al rendimiento futuro de los bonos parece haber estado dominada en los últimos años por riesgos al alza más elevados, mientras que la in-

certidumbre sobre el precio futuro de los activos parece ser mucho más baja en la actualidad que hace aproximadamente un año.

La conclusión general es que el precio de los activos financieros es una fuente de información muy valiosa y constituye un elemento importante en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Pese a esta utilidad general, se plantean varios problemas al interpretar los movimientos del precio de los activos financieros, en particular en tiempo real, y, por lo tanto, hay que hacerlo con cautela. En primer lugar, el precio de los activos parece fluctuar mucho más de lo que pudiera estar justificado por los movimientos actuales y futuros de las variables macroeconómicas fundamentales. Ello se debe al hecho de que muchos otros factores —como la variación transitoria de la atracción que sienten los inversores por el riesgo, por ejemplo— también tienden a impulsar al precio de los activos, al menos a corto plazo. Además, los métodos aplicados para obtener información relevante requieren habitualmente supuestos bastante restrictivos acerca de la manera en que el precio de los activos está ligado a las variables económicas de interés. Estas limitaciones hacen que la información procedente del precio de los activos tenga que ponerse siempre en un contexto más amplio y deba ser contrastada con otras fuentes de información.

10 Para una descripción más detallada sobre cómo se obtiene la distribución implícita en las opciones, véase el recuadro titulado «Estimación de las funciones de densidad neutrales al riesgo implícitas», en el artículo «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo del 2000.

# EVOLUCIÓN DEL MARCO DE LA UE PARA LA REGULACIÓN, LA SUPERVISIÓN Y LA ESTABILIDAD FINANCIERAS

## ARTÍCULOS

Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras

*La conclusión del Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF) debería proporcionar un fuerte impulso a la realización del mercado único para los servicios financieros. La aplicación de las principales medidas del PASF contribuirá a eliminar los obstáculos a la plena integración financiera que subsisten en materia de legislación y regulación, al tiempo que fomentará la estabilidad financiera. Además del PASF se están llevando a cabo en el ámbito de la UE otras iniciativas públicas que pueden contribuir de manera significativa a la consecución de los objetivos de integración y estabilidad financieras. En primer lugar, la adopción del «enfoque Lamfalussy», que se concibió inicialmente para el sector de valores y que se ha ampliado ahora al sector bancario y al de seguros, representa una oportunidad única de incrementar la eficacia de los procesos de regulación y supervisión en el sector financiero. En segundo lugar, el fortalecimiento de los mecanismos específicos de estabilidad financiera, promovido por el Comité Económico y Financiero (CEF), debería favorecer notablemente la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades competentes tanto en circunstancias normales como en situaciones de crisis. El período posterior al PASF se caracterizará, fundamentalmente, por la puesta en práctica de estas iniciativas.*

## INTRODUCCIÓN

La adopción de la moneda única al principio de 1999 fue un poderoso estímulo para la integración de los mercados financieros europeos, al permitir, entre otras cosas, aprovechar mejor las oportunidades de crédito y de inversión, lo que propicia una reducción del coste de financiación y una distribución más eficaz de los recursos financieros en el conjunto de la zona del euro. Para obtener todos los beneficios potenciales que pueden brindar el euro y una mayor integración financiera, la construcción del mercado único financiero debe sustentarse en un eficaz marco de políticas públicas encaminadas a eliminar los obstáculos a la integración financiera todavía existentes y, al mismo tiempo, promover y mantener la estabilidad del sistema financiero. Los principales elementos de este marco son la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras, ésta última articulada a través de mecanismos específicos. En todas estas áreas se están consiguiendo avances importantes.

En el ámbito de la regulación financiera, el PASF, puesto en marcha por la Comisión Europea en mayo de 1999<sup>1</sup>, tenía por objeto establecer un régimen legislativo que permitiese el ejercicio efectivo de las libertades de mercado en los servicios financieros de la UE. La conclusión del PASF antes de que finalizara el período de sesiones del Parlamento Europeo a mediados del 2004 fue un logro significativo. La adopción de 39 de las 42 medidas comunitarias previstas en el contexto del

PASF ha supuesto una mejora sustancial en la regulación del sector financiero de la UE. Sin embargo, es probable que transcurra cierto tiempo antes de que se pueda apreciar plenamente el impacto del PASF en los mercados, ya que un elevado número de medidas contempladas en el plan se han adoptado muy recientemente y la mayor parte de ellas deben todavía aplicarse a escala nacional, tanto en el ámbito de la regulación como en el de la supervisión. Este es un período crucial, toda vez que el grado en que el PASF contribuirá al establecimiento efectivo de un mercado único financiero dependerá de la aplicación y ejecución uniformes de las correspondientes medidas por parte de los Estados miembros.

La supervisión financiera viene siendo considerada, cada vez con mayor énfasis, como un instrumento fundamental para fomentar la integración y la estabilidad financieras. A este respecto, la implantación del enfoque Lamfalussy<sup>2</sup> en el sector de valores y su reciente extensión al sector bancario y a los seguros potenciarán los mecanismos de cooperación y permitirán una mayor coordinación entre las autoridades responsables.

Por último, unos mercados financieros cada vez más integrados requieren mecanismos perfeccio-

1 Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999 titulada «Implementing the framework for financial markets: action plan» (COM/1999/232).

2 El enfoque Lamfalussy fue establecido por el Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos, presidido por el barón Alexandre Lamfalussy, en su Informe Final de 15 de febrero de 2001.

nados de seguimiento y mantenimiento de la estabilidad financiera. Para conseguir este objetivo son necesarias las estructuras propiciadas por el enfoque Lamfalussy y recomendadas por el Comité Económico y Financiero.

En el presente artículo se ofrece una panorámica de los avances más recientes realizados en el proceso de creación de un marco comunitario para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras y se considera su posible evolución futura. En la primera sección, sobre regulación, se analizan las principales medidas legislativas adoptadas con arreglo al PASF, así como la estructura organizativa en la que se apoya el proceso más flexible de regulación previsto en el enfoque Lamfalussy para la aplicación de estas medidas. La segunda sección, sobre supervisión (es decir, la aplicación y ejecución de la legislación y regulación), se centra en la mejora de la cooperación entre las autoridades responsables, especialmente a través de los nuevos comités de supervisión de la UE. En la tercera sección se examina el fortalecimiento de los mecanismos de estabilidad financiera, en lo que respecta al seguimiento periódico de las vulnerabilidades y al marco institucional para la gestión de las crisis. Para concluir, el artículo analiza la posible evolución futura de este proceso en los sectores considerados.

## I REGULACIÓN FINANCIERA

Una de las principales características del enfoque Lamfalussy es que establece una distinción entre principios legislativos y normas técnicas<sup>3</sup>. Por un lado, las decisiones básicas que han de adoptarse en cuanto a la política a seguir deberían traducirse en legislación comunitaria en forma de principios marco, que quedan sometidos a los procedimientos legislativos normales de la UE, según los cuales la Comisión presenta una propuesta al Consejo y al Parlamento Europeo para su aprobación mediante el procedimiento de codecisión. Este nivel de legislación corresponde al Nivel 1 en la terminología del enfoque Lamfalussy. Por otro lado, para alcanzar los objetivos fijados en materia de legislación son necesarias medidas técnicas que entren en un mayor grado de detalle. Estas medidas deberían adoptarse a

través de un procedimiento de regulación más flexible. En concreto, la Comisión, asistida por comités sectoriales integrados por las autoridades competentes, tiene la facultad de elaborar proyectos de disposiciones legales que se someten a votación en los comités de regulación integrados por representantes de los Estados miembros. Este nivel de legislación, que se basa en procedimientos de «comitología»<sup>4</sup>, corresponde al Nivel 2 en la terminología del enfoque Lamfalussy.

Varias de las medidas del PASF adoptadas recientemente han puesto ya en práctica el enfoque Lamfalussy. Estas medidas se limitan a la definición de los principios marco y otorgan a la Comisión la facultad de adoptar las medidas de aplicación correspondientes de acuerdo con los procedimientos previstos en el Nivel 2.

### NIVEL 1: PRINCIPALES MEDIDAS DEL PASF

Las medidas del PASF suponen una completa reforma del régimen regulador existente para varias actividades relacionadas con los servicios financieros y la ampliación de la armonización comunitaria a nuevas áreas. Asimismo, llenan ciertas lagunas presentes en el marco de legislación financiera de la UE (véase recuadro 1). La mayor parte de los esfuerzos fueron dirigidos a mejorar la regulación de los valores, ámbito en el que se implantó inicialmente el marco Lamfalussy. En este sector, la mejora se centró en la regulación aplicable a los intermediarios, las infraestructuras de negociación y otras áreas.

3 El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles de aprobación de la legislación relativa a la regulación de los sectores bancario, de valores y de seguros. El Nivel 1 comprende los principios marco, recogidos en Directivas o Reglamentos, que se han de adoptar mediante los procedimientos legislativos normales de la UE. El Nivel 2 dispone la aplicación de medidas detalladas con arreglo a los principios marco del Nivel 1. El Nivel 3 propicia la cooperación y las redes de contacto entre los supervisores de la UE para garantizar la transposición uniforme y equivalente de la legislación de los Niveles 1 y 2. El Nivel 4 refuerza la ejecución de la legislación, especialmente de la comunitaria por parte de la Comisión Europea, mediante la cooperación entre los Estados miembros, sus organismos de regulación y el sector privado.

4 El término «comitología» se refiere al procedimiento según el cual, para la adopción de las medidas de aplicación de la legislación comunitaria, la Comisión estará asistida por un comité compuesto por representantes de los Estados miembros. El artículo 202 del Tratado confiere a la Comisión las competencias de ejecución de la legislación en el ámbito comunitario. La Decisión del Consejo 1999/468/CE de 28 de junio de 1999 establece los procedimientos de comitología a los que la adopción de las medidas de aplicación pueda estar sujeta.

## Recuadro I

## PRINCIPALES MEDIDAS DEL PLAN DE ACCIÓN PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS

## Supervisión bancaria

- Modificación de las Directivas relativas a la **adecuación del capital** de las entidades de crédito y las empresas de inversión (que deben aplicarse antes del 31 de diciembre de 2006);
- Directiva relativa al **saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito** (2001/24/CE de 4 de abril de 2001); y
- Directiva sobre el acceso a la actividad de las **entidades de dinero electrónico** y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades (2000/46/CE de 18 de septiembre de 2000).

## Supervisión de seguros y de pensiones de jubilación

- Revisión del **régimen de solvencia de los seguros** (prevista para el 2005);
- Directiva sobre la **supervisión de los reaseguros** (prevista para el 2005);
- Directiva sobre la **mediación en los seguros** (2002/92/CE de 9 de diciembre de 2002);
- Directiva relativa al **saneamiento y a la liquidación de las compañías de seguros** (2001/17/CE de 19 de marzo de 2001); y
- Directiva relativa a las **actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo** (2003/41/CE de 3 de junio de 2003).

## Valores y fondos de inversión

- Directiva sobre las **obligaciones de transparencia para los valores** (prevista para el otoño del 2004);
- Directiva relativa a los **mercados de instrumentos financieros** (2004/39/CE de 21 de abril de 2004);
- Directiva sobre el **folleto** que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores (2003/71/CE de 4 de noviembre de 2003);
- Directiva sobre las **operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado** (2003/6/CE de 28 de enero de 2003);
- Directiva relativa a la **comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores** (2002/65/CE de 23 de septiembre de 2002); y
- Directivas por las que se **coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)** (2001/107/CE y 2001/108/CE de 21 de enero de 2002).

## Supervisión intersectorial

- Directiva relativa a la **supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero** (2002/87/CE de 16 de diciembre de 2002).

## Pagos, compensación y liquidación

- Comunicación de la Comisión sobre **compensación y liquidación** (COM/2004/312 de 28 de abril de 2004);
- Directiva sobre **acuerdos de garantía financiera** (2002/47/CE de 6 de junio de 2002); y

- Comunicación de la Comisión sobre **un mercado único de pagos** (COM/2000/36 de 31 de enero de 2000).

#### Normas contables

- Reglamento relativo a la **aplicación de normas internacionales de contabilidad** (1606/2002/CE de 19 de julio de 2002, con efectos a partir del 1 de enero de 2005).

#### Derecho de sociedades

- Propuestas de **Décima Directiva sobre Derecho de Sociedades relativa a las fusiones transfronterizas** y de **Decimocuarta Directiva relativa a la transferencia transfronteriza del domicilio social de las sociedades anónimas** (que se adoptarán en el 2005);
- Directiva relativa a las **ofertas públicas de adquisición** (2004/25/CE de 21 de abril de 2004);
- Comunicación de la Comisión sobre la **actualización del derecho de sociedades y la mejora del gobierno corporativo en la UE** (COM/2003/284 de 21 de mayo de 2003);
- **Estatuto de la Sociedad Anónima Europea** (Directiva 2001/86/CE y Reglamento 2001/2157/CE de 8 de octubre de 2001, que entrarán en vigor el 8 de octubre de 2004); y
- Propuesta de Directiva relativa a la **auditoría legal de la cuentas anuales y de las cuentas consolidadas** (COM/2004/177 de 16 de marzo de 2004).

#### Integridad de los mercados

- Propuesta de Directiva relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el **blanqueo de capitales**, incluida la **financiación de actividades terroristas** (tercera Directiva sobre blanqueo de capitales); y
- Directiva relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el **blanqueo de capitales** (2001/97/CE de 4 de diciembre de 2001, segunda Directiva sobre blanqueo de capitales).

#### Fiscalidad

- Directiva en materia de **fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses** (2003/48/CE de 3 de junio de 2003).

La nueva Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros es una de las medidas más importantes del PASF. Esta Directiva, adoptada tras cuatro años de intensas negociaciones, sustituyó al régimen establecido en la Directiva sobre servicios de inversión (93/22/CEE) de 1993 y se aplica tanto a las infraestructuras de negociación como a los intermediarios. La Directiva aborda nuevos aspectos derivados del aumento de la competencia entre las bolsas de valores y las nuevas plataformas de ejecución de órdenes, y establece un conjunto completo de normas relativas a todos los centros de negocia-

ción, es decir, los mercados regulados, las infraestructuras multilaterales de negociación y los intermediarios que ejecutan las órdenes de los clientes a escala interna. Por lo que se refiere a los intermediarios, la principal implicación de la citada Directiva es que amplía el alcance de las actividades dirigidas a los inversores que se benefician de un pasaporte único, al tiempo que ofrece una mayor protección a los inversores. La Directiva refuerza también la cooperación entre los reguladores de valores, a fin de conseguir un marco de supervisión eficaz en el conjunto de la UE. En el Dictamen emitido de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado consti-

tutivo de la Comunidad Europea («el Tratado»), el BCE acoge con satisfacción y respalda las principales disposiciones de la Directiva<sup>5</sup>.

Otras importantes medidas han sido adoptadas en el ámbito de la regulación de los valores para potenciar la armonización de aspectos significativos de las operaciones con valores y para actualizar la legislación europea relativa a los mercados de valores. En primer lugar, la Directiva sobre folletos estableció un nuevo pasaporte único para los emisores, mediante el que la aprobación, por parte de las autoridades competentes de un Estado miembro, del folleto que debe publicarse con vistas a la emisión de valores será admitida por las autoridades correspondientes de los demás Estados miembros. A estos efectos, la Directiva contempla la armonización de las normas aplicables a las ofertas públicas y de la información proporcionada en los folletos, con el fin de brindar a los inversores una protección equivalente a nivel comunitario.

En segundo lugar, la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado estableció normas armonizadas contra el abuso del mercado, reforzando así la confianza de los inversores en los mercados financieros europeos.

El BCE ha respaldado ambas iniciativas, que deberían favorecer una mayor integridad de los mercados financieros europeos, incrementar la confianza de los inversores y garantizar el buen funcionamiento de los mercados<sup>6</sup>.

En tercer lugar, a fin de lograr una mayor armonización tanto de las normas de información aplicables a las empresas admitidas a cotización en los mercados financieros europeos como de las normas contables, se adoptaron la Directiva sobre transparencia y el Reglamento relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad. La aplicación de normas de información más elaboradas y armonizadas tendrá efectos beneficiosos sobre la economía europea, ya que propiciará unos mercados financieros más integrados y eficientes y contribuirá a la estabilidad financiera.

En cuarto lugar, la Directiva sobre acuerdos de

garantía financiera ha proporcionado una mayor seguridad jurídica a la utilización transfronteriza de los activos de garantía en los mercados financieros mayoristas. Estas medidas son de especial relevancia para el Eurosistema, ya que facilitarán la ejecución de la política monetaria única<sup>7</sup>.

En el sector bancario, la principal iniciativa ha sido la reciente propuesta de modificación de la Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (2000/12/CE) y de la Directiva sobre adecuación del capital (93/6/CEE) presentada por la Comisión el 14 de julio de 2004 en relación con el nuevo marco de requerimientos de capital para las entidades de crédito y las empresas de inversión. El objeto de la modificación es actualizar el marco comunitario existente sobre la base del trabajo realizado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. El 26 junio de 2004, los gobernadores de los bancos centrales y los máximos responsables de las autoridades supervisoras bancarias de los países del G10 aprobaron el informe del citado comité titulado «Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework». La propuesta de modificación de las dos Directivas concuerda, en general, con el enfoque Lamfalussy y contempla una adaptación flexible de sus normas técnicas a través de los procedimientos de nivel 2.

En el sector de seguros, también está en curso una importante revisión del marco de supervisión prudencial de las empresas de seguros. El proyecto «Solvencia II» tiene por objeto establecer un régimen regulador que refleje mejor el perfil de riesgo de una empresa de seguros. Al igual que el marco del Acuerdo de Basilea II relativo a las entidades de crédito, el proyecto Solvencia II se propone reformar los requerimientos de capital para las empresas de seguros mediante la aplicación de una estructura de tres pilares. La Comisión tiene previsto presentar una propuesta de Directiva en el

5 Véase el Dictamen del BCE de 12 de junio de 2003, DO C 144 de 20.6.03.

6 Véase el Dictamen del BCE de 16 de noviembre de 2001, DO C 344 de 6.12.01 y el Dictamen del BCE de 22 de noviembre de 2001, DO C 24 de 26.1.02.

7 Véase el Dictamen del BCE de 30 de septiembre de 2003, DO C 242 de 9.10.03.



2005 y, en este caso también, el nuevo marco prudencial se ajustará al enfoque Lamfalussy. El sector de pensiones de jubilación, que incluye instituciones como los fondos de pensiones, se benefició también de las mejoras del marco de supervisión introducidas en la Directiva sobre fondos de pensiones adoptada en el 2003.

El PASF incluye, asimismo, medidas destinadas a las actividades intersectoriales. La Directiva relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero adoptada en el 2002, que había de ser aplicada por los Estados miembros antes de agosto del 2004, establece unos requerimientos prudenciales específicos para los grandes grupos financieros que operan en el sector de seguros y, al menos, en otro sector financiero (por ejemplo, en el sector bancario o de valores). Esta Directiva aborda las cuestiones relativas a los requisitos de solvencia, las normas de concentración de riesgos, la idoneidad de los directivos, la gestión de riesgos y los sistemas de control interno del conglomerado, además de promover la cooperación entre supervisores. A estos efectos se prevé el nombramiento de un coordinador de la supervisión, elegido entre las autoridades responsables de la supervisión de los conglomerados financieros. El Comité de Conglomerados Financieros, que corresponde a un comité de nivel 2 del enfoque Lamfalussy, asistirá a la Comisión para la adopción de normas técnicas y otras orientaciones en materia de regulación de estos conglomerados.

Las medidas adicionales más importantes previstas en el PASF son las siguientes. La Comunica-

ción de la Comisión sobre compensación y liquidación, de abril del 2004, propone una Directiva encaminada a fomentar la competencia y la eficiencia a través de amplios derechos de acceso por parte de los proveedores de servicios de compensación y liquidación en toda la UE. Por otro lado, en el ámbito del derecho de sociedades, el establecimiento del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, que entró en vigor en octubre del 2004, representa un gran adelanto y el punto de partida de un proyecto más ambicioso: un Plan de Acción para actualizar el derecho de sociedades y mejorar el gobierno corporativo<sup>8</sup>, que tiene por objeto establecer las prioridades de la UE en cuanto al marco regulador correspondiente. El Plan de Acción incorpora una serie de iniciativas orientadas a reforzar los derechos de los accionistas, así como la protección de los empleados y acreedores, e incrementar la eficiencia y la competitividad de la empresa desde una perspectiva transfronteriza. Por último, cabe mencionar también que la Comisión ha presentado recientemente una propuesta de tercera Directiva que amplía el alcance de las medidas de prevención de la utilización del sistema financiero a la financiación de las actividades terroristas.

## NIVEL 2 DEL ENFOQUE LAMFALUSSY

Como se indicó anteriormente, varias medidas del PASF permiten ya la aprobación de la legislación

<sup>8</sup> Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo titulada «Modernising company law and enhancing corporate governance in the EU – A plan to move forward» (COM/2003/284 final de 21 de mayo de 2003).

### Recuadro 2

#### EL ENFOQUE LAMFALUSSY: LA NUEVA ESTRUCTURA ORGANIZATIVA

|                                      | Comités de regulación                               | Comités de supervisión   |
|--------------------------------------|---|--|
| <b>Sector bancario</b>               | Comité Bancario Europeo                             | Comité de Supervisores Bancarios Europeos                              |
| <b>Seguros y fondos de pensiones</b> | Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación | Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación |
| <b>Valores y fondos de inversión</b> | Comité Europeo de Valores                           | Comité de Reguladores Europeos de Valores                              |
| <b>Conglomerados financieros</b>     | Comité Europeo de Conglomerados Financieros         | No está prevista la creación de un comité de supervisión               |

de nivel 2 por parte de la Comisión. Tras la publicación, en octubre del 2002, del informe del CEF sobre regulación, supervisión y estabilidad financieras, el enfoque Lamfalussy se extendió del sector de valores a los sectores bancario, de seguros y de fondos de inversión. Los comités que han de asistir a la Comisión en su función reguladora han sido creados<sup>9</sup>, por lo que se han dado los primeros pasos para aumentar la eficiencia y la flexibilidad de los procesos de legislación y regulación de la UE.

Los nuevos comités de regulación (véase recuadro 2) asistirán a la Comisión para la adopción de las medidas técnicas de nivel 2 de acuerdo con el marco de comitología. Estos comités están integrados por representantes de alto nivel de los Estados miembros y están presididos por un representante de la Comisión. En el sector bancario, el Comité Bancario Europeo (EBC, en su sigla en inglés) sustituirá al Comité Consultivo Bancario. En el sector de seguros, el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPC, en su sigla en inglés) sucederá al Comité de Seguros. En el sector de valores, el Comité Europeo de Valores (ESC, en su sigla en inglés), creado en el 2001<sup>10</sup>, asumirá las funciones reguladoras del Comité de Contacto de los OICVM<sup>11</sup>. El Comité Europeo de Conglomerados Financieros fue establecido en el 2002<sup>12</sup>. El BCE participa en calidad de observador en los comités de los sectores bancario, de valores y de conglomerados financieros.

En lo referente a la legislación de nivel 2, los nuevos comités de supervisión (véase sección 2) tienen por función brindar asesoramiento técnico a la Comisión sobre el contenido de las medidas de aplicación.

## 2 SUPERVISIÓN FINANCIERA

La supervisión financiera se centra en la permanente aplicación y ejecución de las leyes y normas. De acuerdo con el enfoque Lamfalussy, la transposición de la legislación de nivel 1 y 2 a las leyes y prácticas nacionales debería basarse en un marco que promueva la cooperación entre las autoridades supervisoras. Este marco se denomina

Nivel 3 y su objetivo es garantizar que la transposición de la legislación de nivel 1 y 2 se lleve a cabo de una manera uniforme y equivalente en los Estados miembros.

Los nuevos comités de supervisión son los que se encargan de desarrollar las actividades que corresponden al Nivel 3 (véase recuadro 2). Estos comités están integrados por representantes de alto nivel de las autoridades supervisoras nacionales competentes. En el sector bancario, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en su sigla en inglés) incorpora también a representantes de los bancos centrales que no intervienen directamente en la supervisión individual de las entidades de crédito, incluido el BCE. Ello es consecuencia del reconocimiento de que los bancos centrales pueden contribuir a la realización de la supervisión bancaria, tal y como se recoge en el apartado 5 del artículo 105 del Tratado. Sin embargo, las autoridades supervisoras bancarias son las que tienen el derecho de voto. En el sector de valores, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV)<sup>13</sup> sucedió al Foro de Comisiones Europeas de Valores (creado en 1997), mientras que, en el sector de seguros, el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS, en su sigla en inglés) sustituyó a la Conferencia de Supervisores Europeos de Seguros, creada hace más de cuarenta años.

La introducción de las actividades de nivel 3 en el marco de supervisión financiera de la UE tiene, asimismo, por objeto hacer frente a los retos que la creciente integración de los mercados financieros plantea para la supervisión. En primer lugar, el

9 Sobre la base de las siguientes Decisiones de la Comisión: Decisión 2004/5/CE por la que se crea el Comité de Supervisores Bancarios Europeos; Decisión 2004/6/CE por la que se crea el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación; Decisión 2004/9/CE por la que se crea el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación; y Decisión 2004/10/CE por la que se crea el Comité Bancario Europeo, todas con fecha 5 de noviembre de 2003.

10 Decisión de la Comisión 2001/528/CE de 6 de junio de 2001 por la que se establece el Comité Europeo de Valores.

11 Decisión de la Comisión 2004/8/CE de 5 de noviembre de 2003 por la que se modifica la Decisión 2001/528/CE.

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

13 Decisión de la Comisión 2001/527/CE de 6 de junio de 2001 por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores.

marco regulador perfeccionado por la legislación de nivel 1 y 2 sólo llega a ser efectivo cuando se consigue que las normas comunes se apliquen de una manera uniforme a escala nacional. La mayor integración financiera prevista en el marco del PASF implicaría que los agentes que operan en el mercado único quedasen sometidos a prácticas y procedimientos de ejecución de las normas básicamente similares. Si así fuera, con toda probabilidad se reducirían sustancialmente los costes y las posibles distorsiones competitivas que la aplicación de procedimientos diferentes en los distintos Estados miembros supondrían para las actividades transfronterizas. Por consiguiente, para cumplir los objetivos del PASF la convergencia de la regulación debe complementarse con la convergencia de la supervisión. En segundo lugar, el fomento de la cooperación y del intercambio de información entre las autoridades permitiría una supervisión más eficaz de las instituciones financieras que desarrollan actividades transfronterizas significativas. Ello se aplica de forma especial a los grandes grupos financieros con una importante presencia en la UE debido a sus actividades transfronterizas o a su papel en los principales mercados financieros o infraestructuras de mercado.

### **NIVEL 3: ACTIVIDADES DE LOS NUEVOS COMITÉS DE SUPERVISIÓN**

De acuerdo con las propuestas del Comité Lamfalussy y con el informe del CEF sobre regulación, supervisión y estabilidad financieras de octubre del 2002, los comités de supervisión tienen las siguientes funciones específicas de nivel 3. En primer lugar, deben promover la aplicación uniforme de las Directivas de la UE y desarrollar las mejores prácticas de supervisión a estos efectos. En segundo lugar, han de establecer un eficaz mecanismo de interconexión que permita la convergencia de la supervisión y el intercambio de información sobre instituciones concretas tanto en circunstancias normales como en situaciones de crisis. En el desempeño de estas funciones, los comités deberán disfrutar de independencia institucional y operativa. Por otro lado, deberán rendir cuentas de sus trabajos presentando a la Comisión un informe anual, que se transmitirá al Parlamento Europeo y al Consejo. Los presidentes de los co-

mités informarán al Parlamento Europeo, periódicamente y/o a petición del mismo. Un importante requisito es que los comités operen de una forma abierta y transparente, que contemple la realización de consultas y la información al público.

Los comités de supervisión pueden llevar a cabo sus funciones a través de distintos instrumentos. Por ejemplo, pueden elaborar directrices para las normas nacionales, formular recomendaciones interpretativas y establecer normas o prácticas óptimas para cuestiones no incluidas en la legislación de nivel 1 ó 2. Dado que estos actos no son de obligado cumplimiento, su aplicación por los miembros de los comités es voluntaria. Además, los comités pueden efectuar revisiones paritarias de las prácticas nacionales.

Pese a su reciente creación, los tres comités de supervisión han desarrollado una intensa actividad para responder a las exigencias derivadas, en especial, de las medidas del PASF y, de una forma más general, de los mercados integrados.

El CREV, establecido en París, fue el primer comité de supervisión que se creó como resultado de las recomendaciones Lamfalussy. Este comité ha dedicado ya gran parte de su labor al asesoramiento técnico de la Comisión en relación con el contenido de las normas de nivel 2 de aplicación de las Directivas relativas al sector de valores adoptadas en el marco del PASF. El asesoramiento se ha centrado, en particular, en las medidas de aplicación de las Directivas sobre abuso del mercado, transparencia, folletos y mercados de instrumentos financieros. En el Nivel 3, el CREV está trabajando en la elaboración de estándares relativos a aspectos que no están todavía contemplados en la legislación de la UE, como la coordinación entre los reguladores de valores en lo referente al control de la información financiera, y de normas sobre los sistemas de compensación y liquidación de valores. Esta última actividad se lleva a cabo en el seno de un grupo conjunto de trabajo integrado por representantes del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del CREV. A fin de potenciar su papel en el nivel 3, el CREV realizó en abril del 2004 una consulta pública sobre la definición y la organización del trabajo a este nivel. En el docu-

mento de consulta, el CREV formula algunas propuestas destinadas a mejorar su propio funcionamiento en relación con la convergencia de la regulación y de la supervisión. Por ejemplo, el CREV sugiere que se atribuya una mayor autoridad a sus directrices, recomendaciones y estándares. Además, los miembros del CREV podrían ampliar el alcance de las iniciativas conjuntas, para incluir visitas conjuntas de supervisión, formación conjunta y el desarrollo de bases de datos en materia de interpretación de las normas y de asuntos judiciales.

En el sector bancario, el CEBS, establecido recientemente en Londres, debería desempeñar un papel fundamental para garantizar la aplicación uniforme del Acuerdo de Basilea II. El CEBS ha establecido ya una serie de prioridades, que comprenden la reducción de la discrecionalidad nacional en la próxima legislación, el aumento de la supervisión bancaria transfronteriza, la definición de principios comunes para la aplicación del proceso de supervisión (pilar 2 del marco de Basilea II) y la validación del enfoque de las entidades de crédito basado en calificaciones internas (enfoque IRB), para el riesgo de crédito, y del enfoque avanzado, para el riesgo operativo<sup>14</sup>. Otra tarea que el CEBS habrá de emprender, en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en su sigla en inglés) del SEBC, es el fomento de la cooperación en la gestión de las crisis. El CEBS deberá también crear una red operativa para el intercambio de información sobre instituciones concretas y, en particular, sobre los grandes grupos bancarios de la UE.

El CEIOPS, establecido en Fráncfort, es el foro para la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores de seguros y de pensiones de jubilación. La principal función de este comité es alcanzar una mayor convergencia en materia de supervisión en el sector de seguros, a fin de garantizar una supervisión más eficaz de las empresas de seguros, grupos de seguros y conglomerados financieros. En agosto del 2004, el CEIOPS realizó una consulta sobre las directrices aplicables a los comités de coordinación en el contexto de la supervisión adicional, tal y como viene definida en la Directiva sobre grupos de se-

guros (98/78/CE). El propósito del CEIOPS era garantizar una supervisión adicional uniforme de los grupos de seguros e incrementar la eficacia de los comités de coordinación establecidos para cada grupo. Además de complementar la legislación existente, el CEIOPS centrará también sus esfuerzos en la revisión y actualización del régimen de solvencia de las empresas de seguros de la UE (Solvencia II), con el objeto de conseguir una mayor armonización del marco de requerimientos de capital y de supervisión.

### 3 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Los mecanismos de estabilidad financiera comprenden el marco para el análisis de los puntos vulnerables del sector financiero y el marco institucional para la gestión de las crisis financieras. Con la introducción de la moneda única los riesgos transfronterizos para la estabilidad financiera han cobrado mayor relevancia. Si bien el mayor grado de integración financiera aumenta la capacidad de resistencia del sistema financiero de la UE a las perturbaciones a través de una mayor profundidad y liquidez de los mercados financieros, también puede originar nuevas vulnerabilidades. Cabe destacar que, debido al establecimiento de vínculos transfronterizos más estrechos tanto entre las instituciones como entre los mercados financieros, los sistemas financieros nacionales pueden verse expuestos con más frecuencia a perturbaciones comunes y puede acentuarse el riesgo de contagio financiero. La concentración del riesgo financiero, asociada a la importancia creciente de instituciones financieras de gran tamaño y complejidad y sistémicamente relevantes que operan en distintas jurisdicciones, puede representar un reto adicional para la estabilidad financiera, al que se debe hacer frente a escala transfronteriza.

Como la integración financiera reduce la probabilidad de que las perturbaciones financieras queden limitadas a un Estado miembro, el logro y el mantenimiento de la estabilidad financiera asumen

<sup>14</sup> Las entidades de crédito habrán de utilizar el enfoque IRB y el enfoque IRB avanzado en el contexto del Acuerdo de Basilea II y del marco regulador de la UE para los requerimientos de capital.

también una dimensión europea. La identificación de los posibles riesgos para la estabilidad financiera y la prevención de las perturbaciones sistémicas, o una gestión eficaz de las mismas, requieren una interacción fluida entre las autoridades nacionales.

### RECOMENDACIONES DEL CEF

Los mecanismos de estabilidad financiera y de gestión de crisis de la UE se han reforzado considerablemente, como resultado de la aplicación de las recomendaciones del CEF. Utilizando como base el trabajo realizado por el grupo de alto nivel presidido por Henk Brouwer, sub-gobernador del De Nederlandsche Bank, el CEF adoptó un primer informe sobre estabilidad financiera en abril del 2000 y un segundo informe sobre gestión de crisis financieras en abril del 2001. Ambos informes fueron aprobados posteriormente por el Consejo ECOFIN. Aunque los informes consideren adecuados los actuales mecanismos institucionales, recomiendan algunas modificaciones destinadas a mejorar su funcionamiento práctico, especialmente en tres áreas. En primer lugar, el intercambio de información entre las autoridades supervisoras y entre éstas y los bancos centrales requerirá importantes mejoras, no sólo a escala transfronteriza sino también a nivel intersectorial, debido al mayor grado de integración de los productos, mercados e intermediarios financieros, que hace que se difuminen las fronteras tradicionales entre los sectores bancario, de valores y de seguros. En segundo lugar, será preciso alcanzar una mayor convergencia de las prácticas de supervisión en el conjunto de la UE, para que las autoridades responsables de la vigilancia de las instituciones financieras con actividades transfronterizas puedan desarrollar su labor de una manera más eficaz. En tercer lugar, también se podrían mejorar los mecanismos de gestión de crisis, especialmente en lo que se refiere a la coordinación entre las distintas autoridades.

Más concretamente, las recomendaciones relativas a la *vigilancia de la estabilidad financiera* preconizan un mayor intercambio de información sobre los grandes grupos financieros y sobre la evolución de los mercados. Con la información obtenida, las

autoridades competentes podrían calibrar mejor la capacidad de resistencia de las infraestructuras, los mercados y los intermediarios financieros ante perturbaciones. Los bancos centrales deberían participar en este diálogo, independientemente del papel que desempeñan en la supervisión financiera a escala nacional, debido a la experiencia en materia de estabilidad financiera que les proporciona el desarrollo de sus funciones y al interés que les merece este tema. Un intercambio más intensivo de información entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales contribuiría, asimismo, a reducir las distancias entre la supervisión microprudencial y macroprudencial. Para fomentar la estabilidad financiera, otra prioridad sería reforzar la convergencia en materia de supervisión y cooperación, especialmente con respecto a las instituciones financieras de gran tamaño y complejidad que operan en distintas jurisdicciones.

En el ámbito de la *gestión de las crisis*, el CEF señaló que la primera línea de defensa debería mantenerse dentro de las propias instituciones financieras. Las autoridades supervisoras deberían adoptar medidas encaminadas a que los grandes grupos financieros presenten una información financiera exacta en breve tiempo, que tengan establecidos procedimientos de contingencia y que realicen pruebas de estrés de forma periódica. Para que sea posible una cooperación eficaz en situaciones de crisis, los Estados miembros deberían asegurarse de que no existan obstáculos legales o prácticos que puedan impedir el rápido intercambio de información entre supervisores, bancos centrales, autoridades responsables de la vigilancia de los sistemas de pago y fondos de garantía de depósitos. Por otro lado, deberían existir unos acuerdos previos que definan claramente los procedimientos de intercambio de información y de asignación de responsabilidades entre las autoridades competentes que han de activarse en caso de crisis, especialmente para los grandes grupos financieros y, preferiblemente, de forma multilateral.

### PUESTA EN PRÁCTICA DE LAS RECOMENDACIONES DEL CEF

Los principales destinatarios de las recomendaciones del CEF son las autoridades supervisoras y los

bancos centrales de la UE (véase recuadro 3). En particular, los comités de supervisión, creados de acuerdo con el enfoque Lamfalussy, y el BSC informan regularmente sobre los avances realizados en la aplicación de estas recomendaciones. El Comité de Servicios Financieros (FSC, en su sigla en inglés) efectúa el seguimiento de estos avances por cuenta del CEF.

A raíz de las recomendaciones del CEF relativas a la *vigilancia de la estabilidad financiera*, el intercambio de información entre las autoridades supervisoras y entre éstas y los bancos centrales ha mejorado notablemente. El BSC ha desarrollado un marco detallado para el análisis periódico de la evolución estructural y de las vulnerabilidades potenciales del sector bancario de la UE. Este marco se ha extendido, en colaboración con el BCE, a la totalidad del sistema financiero, que comprende también los intermediarios financieros no bancarios, los mercados financieros y las infraestructuras de mercado. Los nuevos comités de supervisión proporcionan también el marco institucional para mejorar el intercambio de información, incluida la información microprudencial sobre instituciones concretas. Todos estos procesos se llevan a cabo con arreglo a una serie de mecanismos y acuerdos, como los Memorandos de Entendimiento, establecidos a estos efectos.

Uno de los principales avances realizados para mejorar la *gestión de las crisis* es el Memorandum de Entendimiento sobre la cooperación entre los supervisores bancarios y los bancos centrales de la UE en situaciones de crisis, firmado bajo los auspicios del BSC en marzo del 2003. Las autoridades de los nuevos Estados miembros que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 firmaron este acuerdo en junio del presente año. El Memorandum establece unos principios y procedimientos específicos relativos a la identificación de las autoridades responsables de la gestión de las crisis en la UE, los flujos de información requeridos entre los supervisores bancarios y los bancos centrales y las condiciones prácticas de intercambio transfronterizo de información. También puede servir de base para otros mecanismos de cooperación, como ha ocurrido en los países nórdicos, en los que los bancos centrales y las autoridades supervisoras han establecido un Memorandum específico de gestión de crisis, que complementa el Memorandum general acordado a escala comunitaria. El BSC y el CEBS seguirán trabajando conjuntamente sobre el desarrollo de mecanismos de gestión de crisis.

También se está reforzando la *coordinación intersectorial*. Los comités de supervisión han establecido cauces periódicos para potenciar el diálogo y la coordinación entre sectores. Además, cabe ob-

## Recuadro 3

## ARQUITECTURA DE LOS COMITÉS DE LA UE PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

|  | Mandato   |
|--|---|
| <b>Comité Económico y Financiero (CEF)</b><br>– integrado por los ministros de Finanzas, la Comisión, los bancos centrales nacionales y el BCE | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Asesoramiento de alto nivel sobre la evolución de los mercados y servicios financieros</li> <li>– Función consultiva para el Consejo ECOFIN y la Comisión</li> </ul>   |
| <b>Comité de Servicios Financieros (FSC)</b><br>– integrado por los ministros de Finanzas y la Comisión  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Estudio de estrategia y orientación en relación con las políticas aplicables a los servicios financieros, sobre todo desde una perspectiva intersectorial</li> <li>– Función de enlace entre organismos políticos y técnicos</li> <li>– Asistencia al CEF para el asesoramiento del Consejo ECOFIN</li> </ul>                                  |
| <b>Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC</b> – integrado por los bancos nacionales, las autoridades de supervisión bancaria y el BCE   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Seguimiento macroprudencial y estructural del sistema financiero de la UE</li> <li>– Cooperación e intercambio de información entre supervisores bancarios y bancos centrales en cuestiones de interés común</li> <li>– Análisis de la incidencia de los requerimientos de regulación y supervisión sobre la estabilidad financiera</li> </ul> |
| <b>Comités de supervisión (CEBS, CREV y CEIOPS)</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Intercambio de información sobre la evolución de los sectores bancario, de valores y de seguros</li> </ul>   |

servar que el FSC, que sucedió al Grupo de Políticas de Servicios Financieros en el 2003<sup>15</sup>, ha recibido el mandato de ofrecer orientación estratégica sobre las políticas aplicables a los sectores financieros, especialmente desde una perspectiva intersectorial. Este comité actúa como puente entre los foros de políticas de alto nivel, como el Consejo ECOFIN y el CEF, y los órganos técnicos, como los nuevos comités de supervisión.

#### 4 EVOLUCIÓN FUTURA

Con la conclusión del PASF, la ampliación del enfoque Lamfalussy a todos los sectores financieros y el actual proceso de aplicación de las recomendaciones del CEF sobre estabilidad financiera y gestión de crisis, ha quedado constituido, en gran parte, el marco comunitario para el desarrollo del mercado único financiero. Todos los que participan en la integración financiera habrán de hacer frente al futuro reto de aprovechar las oportunidades que brinden los renovados procesos de regulación, supervisión y estabilidad financieras. Aunque se hayan conseguido avances significativos en la integración financiera desde la introducción del euro, especialmente en los mercados mayoristas, numerosos segmentos del mercado no están todavía suficientemente integrados<sup>16</sup>. Por su parte, el BCE tiene el mayor interés en un sistema financiero europeo plenamente integrado y desea contribuir activamente a este fin, en el ámbito de sus facultades y competencias. Sólo se podrá sacar pleno provecho de la unión monetaria si se eliminan de manera efectiva las barreras residuales a la integración de los mercados financieros de la UE.

En la definición y aplicación de la estrategia posterior al PASF deberán intervenir tanto las autoridades públicas como los participantes en el mercado. Aunque el marco de políticas públicas debería fomentar la integración al eliminar los obstáculos existentes, al tiempo que se mantiene la estabilidad financiera, en última instancia son las fuerzas del mercado las que impulsan el proceso de integración financiera. En particular, la definición de los límites concretos de los mercados y de los nuevos productos viene determinada por los participantes en el mercado.

Por lo que se refiere a la acción de las autoridades públicas, la Comisión inició el proceso posterior al PASF con un amplio programa de recogida de opiniones de todas las partes interesadas y, en especial, de los participantes en el mercado. En octubre del 2003, la Comisión creó cuatro grupos de expertos compuestos por representantes de los participantes en el mercado pertenecientes a los sectores bancario, de seguros, de valores y de gestión de activos. Los informes de estos grupos, publicados en mayo del 2004, proporcionan un primer análisis de las posibles prioridades en el período posterior al PASF. Los expertos realizan una valoración exhaustiva de la medida en que distintos aspectos de las operaciones financieras se pueden abordar a escala paneuropea. Por otro lado, describen las principales expectativas y preocupaciones que suscitan la aplicación y ejecución de la legislación derivada del PASF y señalan las áreas en las que será preciso aunar en mayor medida la autorregulación y la cooperación en materia de supervisión. Estos informes fueron objeto de consultas públicas para determinar si las opiniones expresadas encuentran un consenso generalizado entre los participantes en el mercado. Tras la consulta y los debates correspondientes entre las autoridades públicas, está previsto que la Comisión presente en el primer trimestre del 2005 una Comunicación sobre las prioridades del período posterior al PASF.

Aunque esté en curso un amplio debate sobre el tema, algunas prioridades se derivan ya de los objetivos del PASF, del enfoque Lamfalussy y de las recomendaciones del CEF sobre estabilidad financiera y gestión de crisis. En primer lugar, la transposición efectiva y uniforme de la legislación de nivel 1 y 2 a las leyes y normas nacionales es crucial para una aplicación eficaz de las medidas del PASF. La convergencia real de la supervisión será decisiva para la consecución de este objetivo. En última instancia, todo ello debería dar lugar a leyes y normas financieras verdaderamente comunes que estarán destinadas a los participantes en el mercado y se aplicarán de manera uniforme en

15 Como resultado de las recomendaciones contenidas en el informe del CEF sobre regulación, supervisión y estabilidad financieras.

16 Véase el artículo titulado «Integración de los mercados financieros europeos» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003.

todos los Estados miembros, sin dejar de respetar el principio de subsidiariedad recogido en el Tratado. En segundo lugar, debería mantenerse el objetivo de conseguir un sólido marco para la supervisión y la estabilidad financieras de unos mercados financieros integrados. A medida que se realicen avances en la integración, las instituciones financieras se dedicarán cada vez más a las actividades transfronterizas, lo que hará cambiar los canales de transmisión del riesgo sistémico. En consecuencia, es importante que las autoridades competentes, es decir, los supervisores y los bancos centrales, continúen promoviendo la cooperación y el intercambio de información para efectuar el seguimiento de esta evolución y adoptar las medidas necesarias de forma coordinada.

Además de estos objetivos específicos, existe un entendimiento sobre la necesidad de dejar que los efectos del marco del PASF se materialicen antes de contemplar la puesta en marcha de otro amplio programa legislativo. Toda nueva iniciativa debería someterse previamente a un detenido análisis y se deberían tomar en consideración alternativas no legislativas a la regulación, así como soluciones basadas en el mercado. En el próximo futuro, sólo se prevén medidas legislativas en las áreas ya programadas, como la compensación y la liquidación, el derecho de sociedades, el gobierno corporativo, el blanqueo de capitales y la financiación de las

actividades terroristas, o en algunas otras áreas en las que pueda surgir la necesidad de adoptar tales medidas.

Unos de los principales elementos para el éxito del PASF fueron la fijación de plazos concretos para las iniciativas y la aplicación de un riguroso plan de seguimiento, que permitieron tener una clara visión de los avances realizados y detectar los cuellos de botella con tiempo para hacer frente a estas situaciones de forma adecuada. Por lo tanto, al igual que para el propio PASF, la estrategia posterior a este plan requerirá un proceso de seguimiento y revisión que garantice el respeto de los plazos previstos. Algunos elementos de este proceso ya han sido establecidos. El Grupo Interinstitucional de Seguimiento, creado en el 2003 e integrado por expertos independientes, tiene por misión valorar los progresos realizados en la aplicación del enfoque Lamfalussy en el ámbito de los valores. El FSC efectúa también el seguimiento de la aplicación de las recomendaciones sobre estabilidad financiera y gestión de crisis por cuenta del CEF. Así pues, sería preciso constituir una estructura independiente de seguimiento que habría de analizar periódicamente los avances que se fuesen consiguiendo en los distintos frentes, además de garantizar la plena transparencia del proceso. Ello podría permitir que la estrategia posterior al PASF se desarrollara en la dirección correcta y a la velocidad adecuada.



# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## 1 ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema **S6**

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE **S7**

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas **S8**

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez **S9**

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro **S10**

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro **S11**

2.3 Estadísticas monetarias **S12**

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM **S14**

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM **S17**

2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM **S20**

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM **S21**

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM **S22**

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro **S24**

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro; detalle por política de inversión y tipo de inversor **S25**

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros **S26**

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros **S27**

3.3 Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones **S28**

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales **S29**

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda **S31**

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor **S32**

4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro **S34**

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro **S36**

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro **S38**

4.6 Tipos de interés del mercado monetario **S40**

4.7 Rendimientos de la deuda pública **S41**

4.8 Índices bursátiles **S42**

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

5.1 IAPC, otros precios y costes **S43**

5.2 Producto y demanda **S46**

5.3 Mercado de trabajo **S50**

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

|          |  |            |
|----------|--|------------|
| <b>6</b> | <b>FINANZAS PÚBLICAS</b>                                 |            |
| 6.1      | Recursos, empleos y déficit/superávit                    | S51        |
| 6.2      | Deuda  | S52        |
| 6.3      | Variaciones de la deuda                                  | S53        |
| 6.4      | Recursos, empleos y déficit/superávit datos trimestrales | S54        |
| <b>7</b> | <b>OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR</b>       |            |
| 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        |
| <b>8</b> | <b>TIPOS DE CAMBIO</b>                                   |            |
| 8.1      | Tipos de cambio efectivo                                 | S67        |
| 8.2      | Tipos de cambio bilaterales                              | S68        |
| <b>9</b> | <b>EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO</b>               |            |
| 9.1      | En otros Estados miembros de la UE                       | S69        |
| 9.2      | En Estados Unidos y Japón                                | S70        |
|          | <b>LISTA DE GRÁFICOS</b>                                 | <b>S72</b> |
|          | <b>NOTAS TÉCNICAS</b>                                    | <b>S73</b> |
|          | <b>NOTAS GENERALES</b>                                   | <b>S77</b> |

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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

# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

|          | M1 <sup>1)</sup> | M2 <sup>1)</sup> | M3 <sup>1), 2)</sup> | M3 <sup>1), 2)</sup><br>Media móvil<br>de 3 meses<br>(centrada) | Crédito de las<br>IFM a residentes<br>en la zona del<br>euro, excluidas<br>IFM y AAPP <sup>1)</sup> | Valores distintos<br>de acciones emitidos<br>en euros por socie-<br>dades no financieras<br>e inst. financieras no<br>monetarias <sup>1)</sup> | Tipo de interés<br>a 3 meses<br>(EURIBOR,<br>porcentaje,<br>medias del<br>período) | Rendimiento<br>de la deuda<br>pública a 10 años<br>(porcentaje,<br>medias<br>del período) |
|----------|------------------|------------------|----------------------|---|---|--|--|---|
|          | 1                | 2                | 3                    | 4   | 5   | 6  | 7  | 8   |
| 2002     | 7,7              | 6,6              | 7,3                  | -   | 5,4   | 21,5   | 3,32   | 4,92  |
| 2003     | 11,0             | 8,0              | 8,1                  | -   | 5,0   | 20,8   | 2,33   | 4,16  |
| 2003 IV  | 11,0             | 7,9              | 7,6                  | -   | 5,3   | 22,1   | 2,15   | 4,36  |
| 2004 I   | 11,1             | 7,2              | 6,5                  | -   | 5,4   | 16,8   | 2,06   | 4,15  |
| II       | 10,3             | 6,0              | 5,4                  | -   | 5,6   | 12,0   | 2,08   | 4,36  |
| III      | 9,6              | 5,8              | 5,6                  | -   | 6,2   | .  | 2,12   | 4,21  |
| 2004 May | 9,4              | 5,5              | 4,9                  | 5,2   | 5,7   | 11,4   | 2,09   | 4,39  |
| Jun      | 9,5              | 5,6              | 5,3                  | 5,2   | 6,0   | 11,7   | 2,11   | 4,44  |
| Jul      | 10,1             | 5,9              | 5,5                  | 5,4   | 6,2   | 11,4   | 2,12   | 4,34  |
| Ago      | 9,2              | 5,7              | 5,6                  | 5,7   | 6,1   | 11,0   | 2,11   | 4,17  |
| Sep      | 9,7              | 6,3              | 6,0                  | .   | 6,5   | .  | 2,12   | 4,11  |
| Oct      | .                | .                | .                    | .   | .   | .  | 2,15   | 3,98  |

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

|          | IAPC | Precios<br>industriales | Costes<br>laborales<br>por hora | PIB real | Producción<br>industrial<br>excluida<br>construcción | Utilización de la<br>capacidad productiva<br>en manufacturas<br>(porcentajes) | Ocupados | Parados<br>(% de la<br>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                             | 1,4      | 1,0  | 80,7  | 0,1      | 8,9                                      |
| II       | 2,3  | 2,0                     | 2,1                             | 2,0      | 2,9  | 81,1  | 0,1      | 9,0                                      |
| III      | 2,2  | .                       | .                               | .        | .  | 81,6  | .        | .  |
| 2004 May | 2,5  | 2,4                     | -                               | -        | 3,7  | -   | -        | 9,0                                      |
| Jun      | 2,4  | 2,4                     | -                               | -        | 3,3  | -   | -        | 9,0                                      |
| Jul      | 2,3  | 2,9                     | -                               | -        | 2,2  | 81,6  | -        | 9,0                                      |
| Ago      | 2,3  | 3,1                     | -                               | -        | 1,6  | -   | -        | 9,0                                      |
| Sep      | 2,1  | .                       | -                               | -        | .  | -   | -        | .  |
| Oct      | 2,5  | .                       | -                               | -        | .  | 81,7  | -        | .  |

### 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<br>(saldos a fin<br>de período) | Tipos de cambio efectivos del euro:<br>TCE-23 <sup>3)</sup><br>(índice 1999 I = 100) |            | Tipo<br>de cambio dólar<br>estadounidense/<br>euro |
|----------|--|--------|-------------------------|---------------------------|--|--|------------|--|
|          | Cuenta corriente<br>y cuenta<br>de capital | Bienes | Inversiones<br>directas | Inversiones<br>de cartera |  | Nominal  | Real (IPC) |  |
|          |  |        |                         |                           |  |  | 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   | 17,2                                       | 28,6   | -23,6                   | -3,1                      | 308,4  | 104,7  | 106,7      | 1,2497   |
| II       | 12,7                                       | 32,7   | -19,2                   | 20,9                      | 301,4  | 102,1  | 104,1      | 1,2046   |
| III      | .  | .      | .                       | .                         | 298,2  | 102,8  | 104,9      | 1,2220   |
| 2004 May | 4,8  | 10,5   | -0,7                    | -0,8                      | 298,9  | 102,4  | 104,4      | 1,2007   |
| Jun      | 7,0  | 12,0   | -13,8                   | 31,7                      | 301,4  | 102,3  | 104,2      | 1,2138   |
| Jul      | 3,9  | 13,9   | -8,5                    | -30,7                     | 301,3  | 102,8  | 104,7      | 1,2266   |
| Ago      | 3,7  | 5,5    | 4,4                     | 5,1                       | 301,7  | 102,7  | 104,8      | 1,2176   |
| Sep      | .  | .      | .                       | .                         | 298,2  | 103,0  | 105,1      | 1,2218   |
| Oct      | .  | .      | .                       | .                         | .  | 104,2  | 106,4      | 1,2490   |

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

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

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



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

|   | 2004 8 Oct     | 2004 15 Oct    | 2004 22 Oct    | 2004 29 Oct    |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Oro y derechos en oro</b>  | 130.641        | 130.614        | 130.598        | 130.581        |
| <b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>  | 166.372        | 163.440        | 162.252        | 164.878        |
| <b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>     | 17.387         | 19.163         | 18.451         | 17.589         |
| <b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>              | 6.883          | 7.497          | 7.539          | 7.698          |
| <b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b> | 330.512        | 319.531        | 328.006        | 343.015        |
| Operaciones principales de financiación   | 255.498        | 244.500        | 252.999        | 268.001        |
| Operaciones de financiación a plazo más largo                                   | 75.001         | 75.001         | 75.001         | 75.000         |
| Operaciones temporales de ajuste  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Operaciones temporales estructurales  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Facilidad marginal de crédito   | 10             | 3              | 1              | 0              |
| Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía                | 3              | 27             | 5              | 14             |
| <b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b> | 1.979          | 1.824          | 1.797          | 1.850          |
| <b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>             | 68.020         | 67.465         | 67.643         | 68.471         |
| <b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>                        | 42.060         | 42.061         | 42.062         | 42.062         |
| <b>Otros activos</b>  | 116.720        | 116.811        | 117.070        | 117.634        |
| <b>Total activo</b>   | <b>880.574</b> | <b>868.406</b> | <b>875.418</b> | <b>893.778</b> |

### 2. Pasivo

|   | 2004 8 Oct     | 2004 15 Oct    | 2004 22 Oct    | 2004 29 Oct    |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Billetes en circulación</b>  | 469.936        | 469.142        | 467.316        | 471.255        |
| <b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b> | 137.481        | 138.842        | 137.774        | 121.991        |
| Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)                               | 137.318        | 138.804        | 137.756        | 121.965        |
| Facilidad de depósito   | 163            | 37             | 18             | 26             |
| 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              | 1              | 0              | 0              |
| <b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>        | 125            | 125            | 125            | 125            |
| <b>Certificados de deuda emitidos</b>   | 1.054          | 1.054          | 1.054          | 1.054          |
| <b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>                 | 59.759         | 47.612         | 58.694         | 84.345         |
| <b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>                     | 9.180          | 9.138          | 9.049          | 9.388          |
| <b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>            | 304            | 280            | 248            | 257            |
| <b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>         | 9.592          | 8.565          | 6.907          | 8.809          |
| <b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>      | 5.807          | 5.807          | 5.807          | 5.807          |
| <b>Otros pasivos</b>  | 56.778         | 57.283         | 57.884         | 60.186         |
| <b>Cuentas de revalorización</b>  | 70.696         | 70.696         | 70.696         | 70.696         |
| <b>Capital y reservas</b>   | 59.862         | 59.862         | 59.864         | 59.865         |
| <b>Total pasivo</b>   | <b>880.574</b> | <b>868.406</b> | <b>875.418</b> | <b>893.778</b> |

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

| Fecha de liquidación                                 | Importe de las pujas | Número de participantes | Importe adjudicado | Subastas a tipo variable |                             |                      | Vencimiento a [...] días |
|--|----------------------|-------------------------|--------------------|--------------------------|-----------------------------|----------------------|--------------------------|
|  |                      |                         |                    | Tipo mínimo de puja      | Tipo marginal <sup>4)</sup> | Tipo medio ponderado |                          |
|  | 1                    | 2                       | 3                  | 4                        | 5                           | 6                    | 7                        |
| <b>Operaciones principales de financiación</b>       |                      |                         |                    |                          |                             |                      |                          |
| 2004 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                        |
| 12   | 338.406              | 345                     | 244.500            | 2,00                     | 2,02                        | 2,03                 | 8                        |
| 20   | 380.224              | 382                     | 253.000            | 2,00                     | 2,03                        | 2,03                 | 5                        |
| 25   | 355.097              | 356                     | 268.000            | 2,00                     | 2,03                        | 2,04                 | 9                        |
| 3 Nov  | 381.182              | 331                     | 264.500            | 2,00                     | 2,04                        | 2,04                 | 6                        |
| <b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b> |                      |                         |                    |                          |                             |                      |                          |
| 2003 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                       |
| 28 Oct   | 46.646               | 187                     | 25.000             | -                        | 2,10                        | 2,11                 | 91                       |

#### 2. Otras operaciones de subasta

| Fecha de liquidación     | Tipo de operación                   | Importe de las pujas | Número de participantes | Importe adjudicado | Subastas a tipo fijo |                     | Subastas a tipo variable    |                      | Vencimiento a [...] días |
|--------------------------|-------------------------------------|----------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|---------------------|-----------------------------|----------------------|--------------------------|
|                          |                                     |                      |                         |                    | Tipo fijo            | Tipo mínimo de puja | Tipo marginal <sup>4)</sup> | Tipo medio ponderado |                          |
|                          | 1                                   | 2                    | 3                       | 4                  | 5                    | 6                   | 7                           | 8                    | 9                        |
| 2000 5 Ene <sup>5)</sup> | 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 la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 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 <sup>1)</sup> : | Total    | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%             |  | Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo    |                     |   |
|--|----------|---|--|--|---------------------|---|
|  |          | Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años) | Valores distintos de acciones hasta 2 años | Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años) | Cesiones temporales | Valores distintos de acciones a más de 2 años |
|  | 1        | 2   | 3  | 4  | 5                   | 6   |
| 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                                       |
| Ago                                    | 12.167,6 | 6.470,3   | 446,4                                      | 1.531,1  | 884,2               | 2.835,5                                       |

**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                 | 139,3  | 0,6                | 0,0             | 2,02                                     |
| 8 Nov                                     | 137,8                 | .  | .                  | .               | .  |

**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          |
| II   | 311,3   | 224,7   | 75,0                          | 0,1  | 0,0                   | 0,5                               | 0,0  | 442,5                 | 52,2                                       | -21,1 | 137,1                                      | 580,1          |
| 2004 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          |
| 11 Oct   | 298,8   | 256,4   | 75,0                          | 0,3  | 0,0                   | 0,0                               | 0,0  | 465,1                 | 58,2                                       | -32,1 | 139,3                                      | 604,4          |

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



# 2

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

|                              | Total    | Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro |       |                                      |         | Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro |         |                           |         | Particip. emitidas por FMM <sup>1)</sup> | Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro | Activos frente a no residentes en la zona del euro | Activo fijo | Resto de activos |
|------------------------------|----------|---|-------|--------------------------------------|---------|---|---------|---------------------------|---------|--|--|--|-------------|------------------|
|                              |          | Total   | AAPP  | Otros residentes en la zona del euro | IFM     | Total   | AAPP    | Otros sectores residentes | IFM     |  |  |  |             |                  |
|                              | 1        | 2   | 3     | 4                                    | 5       | 6   | 7       | 8                         | 9       | 10                                       | 11   | 12   | 13          | 14               |
| 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                          | 1.128,2  | 493,4   | 22,6  | 0,6                                  | 470,1   | 147,0   | 132,9   | 1,8                       | 12,3    | -  | 13,0   | 310,1  | 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                          | 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            |
| Sep <sup>(p)</sup>           | 1.193,3  | 544,3   | 22,2  | 0,6                                  | 521,5   | 150,5   | 135,0   | 1,9                       | 13,6    | -  | 13,5   | 308,8  | 14,2        | 162,1            |
| 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 | 12.217,9  | 823,3 | 7.170,1                              | 4.224,5 | 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 | 7.228,2                              | 4.339,4 | 3.104,4   | 1.313,8 | 435,8                     | 1.354,8 | 79,8                                     | 954,0  | 2.914,9  | 160,6       | 1.089,4          |
| May                          | 20.660,8 | 12.347,2  | 811,7 | 7.268,1                              | 4.267,4 | 3.146,2   | 1.340,5 | 440,1                     | 1.365,6 | 77,4                                     | 955,6  | 2.886,7  | 159,1       | 1.088,5          |
| Jun                          | 20.757,4 | 12.434,0  | 818,3 | 7.319,8                              | 4.296,0 | 3.158,3   | 1.351,7 | 444,5                     | 1.362,1 | 76,8                                     | 948,3  | 2.869,9  | 159,7       | 1.110,4          |
| Jul                          | 20.855,1 | 12.540,8  | 824,6 | 7.355,8                              | 4.360,4 | 3.171,2   | 1.347,8 | 446,6                     | 1.376,7 | 78,4                                     | 936,3  | 2.870,4  | 160,4       | 1.097,5          |
| Ago                          | 20.869,6 | 12.511,3  | 819,2 | 7.347,5                              | 4.344,6 | 3.177,0   | 1.349,0 | 446,1                     | 1.381,9 | 77,2                                     | 925,6  | 2.909,7  | 160,4       | 1.108,4          |
| Sep <sup>(p)</sup>           | 20.981,9 | 12.568,9  | 812,0 | 7.403,0                              | 4.353,9 | 3.186,0   | 1.355,7 | 442,9                     | 1.387,4 | 77,6                                     | 919,9  | 2.903,9  | 161,0       | 1.164,6          |

#### 2. Pasivo

|                              | Total    | Efectivo en circulación | Depósitos de residentes en la zona del euro |                        |  |         | Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup> | Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup> | Capital y reservas | Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro | Resto de pasivos |
|------------------------------|----------|-------------------------|---|------------------------|--|---------|---|---|--------------------|--|------------------|
|                              |          |                         | Total                                       | Administración Central | Otras AAPP y otros sectores residentes | IFM     |   |   |                    |  |                  |
|                              | 1        | 2                       | 3   | 4                      | 5                                      | 6       | 7   | 8   | 9                  | 10   | 11               |
| 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                          | 1.128,2  | 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                          | 1.175,0  | 475,7                   | 367,4                                       | 58,2                   | 15,9                                   | 293,2   | -   | 1,6   | 151,5              | 23,3   | 155,5            |
| Sep <sup>(p)</sup>           | 1.193,3  | 480,7                   | 380,4                                       | 57,8                   | 16,3                                   | 306,3   | -   | 1,6   | 148,2              | 23,6   | 158,9            |
| 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   | 3.303,5   | 1.160,4            | 2.833,7  | 1.553,8          |
| 2004 Abr                     | 20.688,3 | 0,0                     | 11.015,3                                    | 136,0                  | 6.351,3                                | 4.528,1 | 690,6   | 3.338,5   | 1.167,6            | 2.912,8  | 1.563,4          |
| May                          | 20.660,8 | 0,0                     | 10.993,4                                    | 149,1                  | 6.375,2                                | 4.469,1 | 687,2   | 3.359,2   | 1.171,6            | 2.909,7  | 1.539,8          |
| Jun                          | 20.757,4 | 0,0                     | 11.087,8                                    | 156,6                  | 6.408,5                                | 4.522,8 | 686,2   | 3.369,3   | 1.177,7            | 2.871,4  | 1.565,0          |
| Jul                          | 20.855,1 | 0,0                     | 11.158,1                                    | 143,0                  | 6.422,1                                | 4.592,9 | 691,5   | 3.401,6   | 1.181,6            | 2.874,7  | 1.547,5          |
| Ago                          | 20.869,6 | 0,0                     | 11.113,1                                    | 134,8                  | 6.401,4                                | 4.576,8 | 701,3   | 3.417,8   | 1.182,3            | 2.880,7  | 1.574,3          |
| Sep <sup>(p)</sup>           | 20.981,9 | 0,0                     | 11.170,2                                    | 146,2                  | 6.441,5                                | 4.582,4 | 687,4   | 3.444,5   | 1.182,4            | 2.842,7  | 1.654,7          |

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    | Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro |       |                                      | Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro |         |                                      | Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro | Activos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> | Activo fijo | Resto de activos |
|---------------------|----------|---|-------|--------------------------------------|---|---------|--------------------------------------|--|--|-------------|------------------|
|                     |          | Total   | AAPP  | Otros residentes en la zona del euro | Total   | AAPP    | Otros residentes en la zona del euro |  |  |             |                  |
|                     | 1        | 2   | 3     | 4                                    | 5   | 6       | 7                                    | 8  | 9  | 10          | 11               |
| <b>Saldos vivos</b> |          |   |       |                                      |   |         |                                      |  |  |             |                  |
| 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 | 7.170,8                              | 1.867,6   | 1.434,5 | 433,1                                | 649,4  | 3.152,7  | 173,9       | 1.203,1          |
| 2004 Abr            | 15.226,1 | 8.069,1   | 840,2 | 7.228,9                              | 1.882,8   | 1.445,3 | 437,6                                | 672,1  | 3.229,5  | 174,5       | 1.198,0          |
| May                 | 15.251,5 | 8.103,1   | 834,4 | 7.268,8                              | 1.915,3   | 1.473,5 | 441,9                                | 666,6  | 3.196,8  | 173,1       | 1.196,6          |
| Jun                 | 15.331,0 | 8.161,0   | 840,5 | 7.320,5                              | 1.931,6   | 1.485,2 | 446,4                                | 662,5  | 3.181,2  | 173,8       | 1.221,1          |
| Jul                 | 15.351,7 | 8.203,3   | 846,8 | 7.356,5                              | 1.930,2   | 1.481,8 | 448,4                                | 650,4  | 3.183,0  | 174,7       | 1.210,2          |
| Ago                 | 15.385,2 | 8.189,6   | 841,5 | 7.348,1                              | 1.932,6   | 1.484,6 | 448,0                                | 643,3  | 3.223,0  | 174,6       | 1.222,2          |
| Sep <sup>(p)</sup>  | 15.487,4 | 8.237,9   | 834,2 | 7.403,6                              | 1.935,4   | 1.490,7 | 444,7                                | 642,1  | 3.212,7  | 175,2       | 1.284,1          |
| <b>Operaciones</b>  |          |   |       |                                      |   |         |                                      |  |  |             |                  |
| 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              | 428,0    | 83,2  | 5,7   | 77,4                                 | 56,4  | 53,4    | 3,0                                  | 24,6   | 212,0  | -0,4        | 52,3             |
| 2004 Abr            | 149,8    | 51,6  | -6,9  | 58,5                                 | 16,7  | 11,7    | 5,0                                  | 21,6   | 69,2   | 0,6         | -9,9             |
| May                 | 56,7     | 37,9  | -5,9  | 43,8                                 | 35,1  | 30,7    | 4,3                                  | -3,1   | -10,4  | 0,3         | -3,1             |
| Jun                 | 62,5     | 60,2  | 5,7   | 54,5                                 | 13,6  | 8,6     | 5,0                                  | -10,6  | -25,8  | 0,7         | 24,4             |
| Jul                 | 8,5      | 43,0  | 6,4   | 36,6                                 | -5,0  | -4,5    | -0,6                                 | -11,0  | -7,9   | 0,9         | -11,5            |
| Ago                 | 40,3     | -8,5  | -5,3  | -3,2                                 | -0,5  | -0,1    | -0,4                                 | -6,8   | 45,3   | 0,0         | 10,7             |
| Sep <sup>(p)</sup>  | 144,1    | 55,3  | -7,0  | 62,3                                 | 4,9   | 7,9     | -3,0                                 | -2,1   | 24,2   | 0,6         | 61,3             |

**2. Pasivo**

|                     | Total    | Efectivo en circulación | Depósitos de la Administración Central | Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes | Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup> | Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup> | Capital y reservas | Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> | Resto de pasivos | Discrepancias de pasivos entre IFM |
|---------------------|----------|-------------------------|--|---|---|---|--------------------|--|------------------|------------------------------------|
|                     |          |                         |  |   |   |   |                    |  |                  |                                    |
| <b>Saldos vivos</b> |          |                         |  |   |   |   |                    |  |                  |                                    |
| 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   | 1.948,2   | 1.025,9            | 2.857,3  | 1.699,1          | 21,5                               |
| 2004 Abr            | 15.226,1 | 409,4                   | 179,6                                  | 6.368,1   | 610,8   | 1.972,7   | 1.021,8            | 2.937,9  | 1.709,7          | 16,2                               |
| May                 | 15.251,5 | 416,6                   | 195,1                                  | 6.393,6   | 609,7   | 1.983,0   | 1.016,1            | 2.931,9  | 1.688,1          | 17,4                               |
| Jun                 | 15.331,0 | 423,0                   | 223,7                                  | 6.426,9   | 609,4   | 1.996,5   | 1.024,2            | 2.894,9  | 1.716,1          | 16,4                               |
| Jul                 | 15.351,7 | 436,2                   | 201,5                                  | 6.438,7   | 613,1   | 2.013,8   | 1.029,3            | 2.898,9  | 1.700,3          | 19,9                               |
| Ago                 | 15.385,2 | 433,4                   | 193,0                                  | 6.417,4   | 624,1   | 2.023,9   | 1.038,4            | 2.904,1  | 1.729,8          | 21,2                               |
| Sep <sup>(p)</sup>  | 15.487,4 | 438,0                   | 204,0                                  | 6.457,8   | 609,8   | 2.045,1   | 1.039,4            | 2.866,3  | 1.813,6          | 13,4                               |
| <b>Operaciones</b>  |          |                         |  |   |   |   |                    |  |                  |                                    |
| 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              | 428,0    | 1,7                     | 30,2                                   | 24,1  | 21,3  | 59,0  | 7,6                | 174,6  | 120,5            | -11,0                              |
| 2004 Abr            | 149,8    | 9,8                     | -4,7                                   | 40,2  | 8,4   | 21,2  | 2,3                | 62,9   | 18,4             | -8,6                               |
| May                 | 56,7     | 7,3                     | 15,5                                   | 29,2  | -1,1  | 14,4  | -0,9               | 10,0   | -22,8            | 5,1                                |
| Jun                 | 62,5     | 6,4                     | 28,7                                   | 33,1  | -4,3  | 12,6  | 7,4                | -40,6  | 17,9             | 1,4                                |
| Jul                 | 8,5      | 13,2                    | -22,2                                  | 10,6  | 3,7   | 12,3  | 4,1                | -6,7   | -7,2             | 0,7                                |
| Ago                 | 40,3     | -2,8                    | -8,5                                   | -19,0   | 11,0  | 12,3  | 5,0                | 15,5   | 20,0             | 6,9                                |
| Sep <sup>(p)</sup>  | 144,1    | 4,7                     | 11,0                                   | 45,1  | -12,9   | 29,6  | 4,8                | -8,3   | 68,5             | 1,6                                |

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

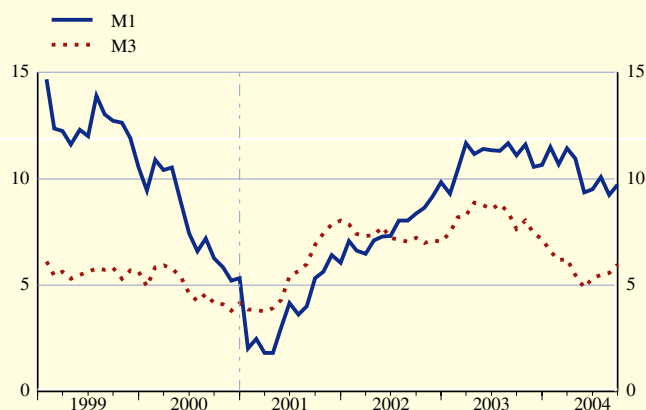
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

|                      | M1      |         | M2      | M3-M2 | M3      | M3 Media móvil de 3 meses (centrada) | Pasivos financieros a más largo plazo | Crédito a las AAPP | Crédito a otros residentes en la zona del euro |           | Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup> |    |
|----------------------|---------|---------|---------|-------|---------|--------------------------------------|---------------------------------------|--------------------|--|-----------|--|----|
|                      | 1       | 2       | 3       | 4     | 5       | 6                                    | 7                                     | 8                  | 9  | Préstamos |  | 10 |
|                      |         |         |         |       |         |                                      |                                       |                    |  | 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 | 901,4 | 6.222,7 | -                                    | 4.242,2                               | 2.263,5            | 8.239,1  | 7.165,0   | 320,8  |    |
| 2004 Abr             | 2.782,0 | 2.556,2 | 5.338,2 | 911,1 | 6.249,3 | -                                    | 4.280,2                               | 2.278,7            | 8.297,8  | 7.209,3   | 332,3  |    |
| May                  | 2.768,1 | 2.578,1 | 5.346,1 | 906,3 | 6.252,4 | -                                    | 4.289,3                               | 2.292,4            | 8.336,3  | 7.254,4   | 289,4  |    |
| Jun                  | 2.790,3 | 2.581,9 | 5.372,2 | 926,7 | 6.298,9 | -                                    | 4.308,5                               | 2.311,5            | 8.400,1  | 7.293,3   | 273,0  |    |
| Jul                  | 2.831,2 | 2.592,8 | 5.424,1 | 934,7 | 6.358,7 | -                                    | 4.341,6                               | 2.329,2            | 8.453,5  | 7.348,8   | 283,4  |    |
| Ago                  | 2.837,5 | 2.604,1 | 5.441,6 | 941,8 | 6.383,4 | -                                    | 4.370,3                               | 2.340,9            | 8.473,1  | 7.371,1   | 316,6  |    |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 2.867,8 | 2.621,7 | 5.489,5 | 927,3 | 6.416,8 | -                                    | 4.395,9                               | 2.334,4            | 8.519,5  | 7.417,0   | 335,5  |    |
| 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    | -3,0  | 75,0    | -                                    | 74,2                                  | 25,5               | 88,0   | 73,1      | 90,0   |    |
| 2004 Abr             | 11,9    | 3,8     | 15,7    | 9,4   | 25,1    | -                                    | 40,4                                  | 15,0               | 58,6   | 44,7      | 21,7   |    |
| May                  | -13,0   | 24,0    | 11,0    | -4,0  | 7,0     | -                                    | 17,9                                  | 16,2               | 44,8   | 49,1      | -36,6  |    |
| Jun                  | 21,7    | 4,2     | 25,8    | 16,8  | 42,6    | -                                    | 17,5                                  | 15,5               | 60,7   | 41,7      | -23,0  |    |
| Jul                  | 40,8    | 10,0    | 50,8    | 7,9   | 58,7    | -                                    | 27,1                                  | 16,7               | 52,5   | 56,2      | 11,5   |    |
| Ago                  | 6,8     | 11,8    | 18,6    | 7,3   | 25,9    | -                                    | 27,7                                  | 8,9                | 25,2   | 27,4      | 28,1   |    |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 32,3    | 19,8    | 52,1    | -14,2 | 37,9    | -                                    | 39,5                                  | -4,5               | 52,5   | 52,7      | 24,0   |    |
| 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     | 3,1   | 6,2     | 6,0                                  | 7,1                                   | 6,6                | 5,8  | 5,3       | 96,2   |    |
| 2004 Abr             | 10,9    | 1,5     | 6,2     | 1,1   | 5,5     | 5,5                                  | 7,5                                   | 6,3                | 5,9  | 5,5       | 107,2  |    |
| May                  | 9,4     | 1,5     | 5,5     | 1,6   | 4,9     | 5,2                                  | 7,4                                   | 6,2                | 5,8  | 5,7       | 45,8   |    |
| Jun                  | 9,5     | 1,7     | 5,6     | 3,5   | 5,3     | 5,2                                  | 7,7                                   | 7,4                | 6,1  | 6,0       | 1,3  |    |
| Jul                  | 10,1    | 1,7     | 5,9     | 3,0   | 5,5     | 5,4                                  | 7,5                                   | 6,4                | 6,3  | 6,2       | 39,6   |    |
| Ago                  | 9,2     | 2,0     | 5,7     | 5,0   | 5,6     | 5,7                                  | 7,6                                   | 6,6                | 6,0  | 6,1       | 102,0  |    |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 9,7     | 2,8     | 6,3     | 4,1   | 6,0     | .                                    | 7,9                                   | 5,5                | 6,3  | 6,5       | 121,1  |    |

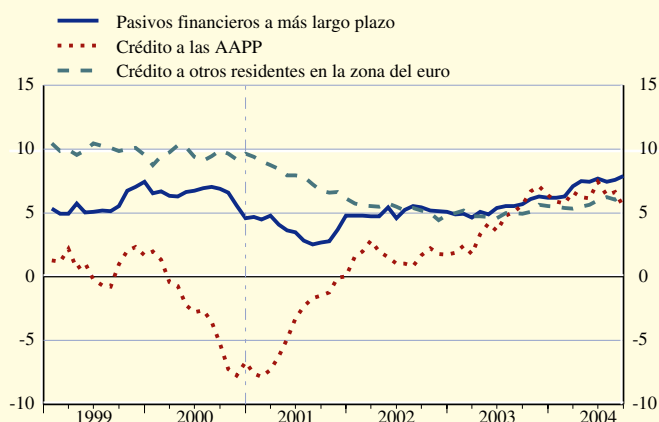
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3: véase el Glosario).

2) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

### 2.3 Estadísticas monetarias

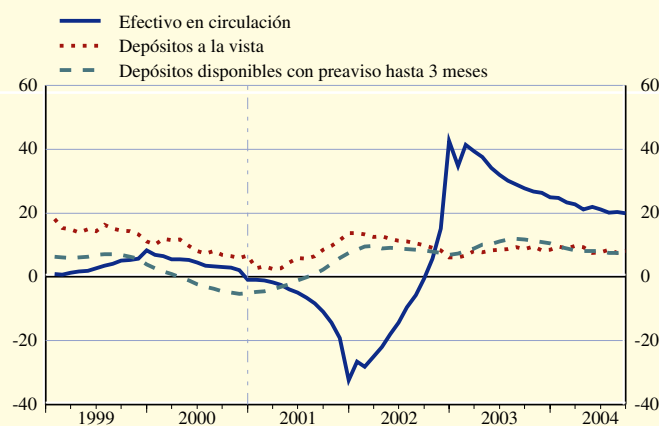
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

|                             | Efectivo en circulación | Depósitos a la vista | Depósitos a plazo hasta 2 años | Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses | Cesiones temporales | Particip. en fondos del mercado monetario | Valores distintos de acciones hasta 2 años | Valores distintos de acciones a más de 2 años | Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses | Depósitos a plazo superior a 2 años | Capital y reservas |
|-----------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------------|--|---------------------|---|--|---|---|-------------------------------------|--------------------|
|                             | 1                       | 2                    | 3                              | 4  | 5                   | 6   | 7  | 8   | 9   | 10                                  | 11                 |
| <b>Saldos vivos</b>         |                         |                      |                                |  |                     |   |  |   |   |                                     |                    |
| 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                   | 2.363,1              | 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                   | 2.372,4              | 995,9                          | 1.560,3  | 215,2               | 601,1                                     | 94,8                                       | 1.879,6                                       | 90,0  | 1.284,1                             | 1.026,5            |
| May                         | 416,4                   | 2.351,7              | 1.006,0                        | 1.572,1  | 214,0               | 601,3                                     | 91,0                                       | 1.889,1                                       | 89,4  | 1.287,7                             | 1.023,0            |
| Jun                         | 420,5                   | 2.369,7              | 995,2                          | 1.586,7  | 220,0               | 611,7                                     | 95,0                                       | 1.900,2                                       | 89,1  | 1.298,5                             | 1.020,7            |
| Jul                         | 425,2                   | 2.406,0              | 998,3                          | 1.594,5  | 230,8               | 611,2                                     | 92,7                                       | 1.916,7                                       | 89,4  | 1.307,4                             | 1.028,1            |
| Ago                         | 433,2                   | 2.404,3              | 996,3                          | 1.607,8  | 229,5               | 618,5                                     | 93,8                                       | 1.932,1                                       | 89,3  | 1.311,4                             | 1.037,5            |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 439,9                   | 2.428,0              | 1.003,3                        | 1.618,4  | 222,4               | 615,8                                     | 89,1                                       | 1.953,7                                       | 88,4  | 1.318,3                             | 1.035,5            |
| <b>Operaciones</b>          |                         |                      |                                |  |                     |   |  |   |   |                                     |                    |
| 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 Q1                     | 18,6                    | 73,4                 | -39,5                          | 25,5   | -6,4                | 0,1                                       | 3,3  | 50,1  | -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                     | -19,8                | 12,1                           | 11,9   | -1,2                | 0,1                                       | -2,9                                       | 12,8  | -0,6  | 4,3                                 | 1,4                |
| Jun                         | 4,2                     | 17,5                 | -10,4                          | 14,6   | 6,0                 | 6,4                                       | 4,4  | 9,8   | -0,3  | 10,9                                | -2,9               |
| Jul                         | 4,7                     | 36,1                 | 2,2                            | 7,8  | 10,8                | -0,5                                      | -2,4                                       | 11,7  | 0,3   | 8,7                                 | 6,3                |
| Ago                         | 8,0                     | -1,2                 | -1,5                           | 13,3   | -1,4                | 7,3                                       | 1,3  | 17,5  | -0,1  | 5,1                                 | 5,2                |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 6,7                     | 25,7                 | 9,1                            | 10,7   | -7,0                | -1,2                                      | -6,0                                       | 31,2  | -0,9  | 7,4                                 | 1,8                |
| <b>Tasas de crecimiento</b> |                         |                      |                                |  |                     |   |  |   |   |                                     |                    |
| 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  | -1,2                | 7,0                                       | -8,7                                       | 10,8  | -9,9  | 5,5                                 | 4,4                |
| 2004 Abr                    | 21,2                    | 9,3                  | -7,3                           | 8,1  | -2,0                | 6,7                                       | -18,5                                      | 10,9  | -8,6  | 6,6                                 | 4,4                |
| May                         | 21,8                    | 7,4                  | -7,2                           | 8,1  | -3,5                | 5,4                                       | -8,0                                       | 10,5  | -8,3  | 6,5                                 | 4,9                |
| Jun                         | 21,1                    | 7,7                  | -6,9                           | 8,0  | 1,9                 | 4,7                                       | -0,3                                       | 10,5  | -7,1  | 7,0                                 | 4,9                |
| Jul                         | 20,0                    | 8,5                  | -6,3                           | 7,4  | 2,1                 | 3,5                                       | 2,0  | 10,1  | -4,9  | 7,2                                 | 4,3                |
| Ago                         | 20,3                    | 7,5                  | -5,7                           | 7,5  | 4,6                 | 5,0                                       | 5,7  | 10,6  | -3,3  | 7,0                                 | 4,0                |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 19,9                    | 8,0                  | -4,2                           | 7,6  | 3,2                 | 4,3                                       | 4,7  | 11,3  | -3,0  | 7,2                                 | 3,8                |

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

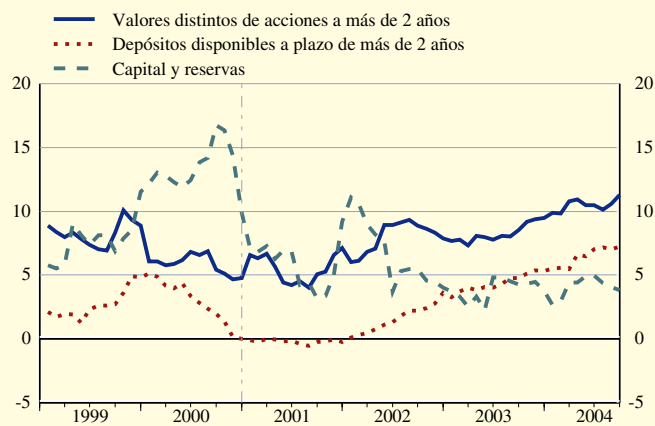
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

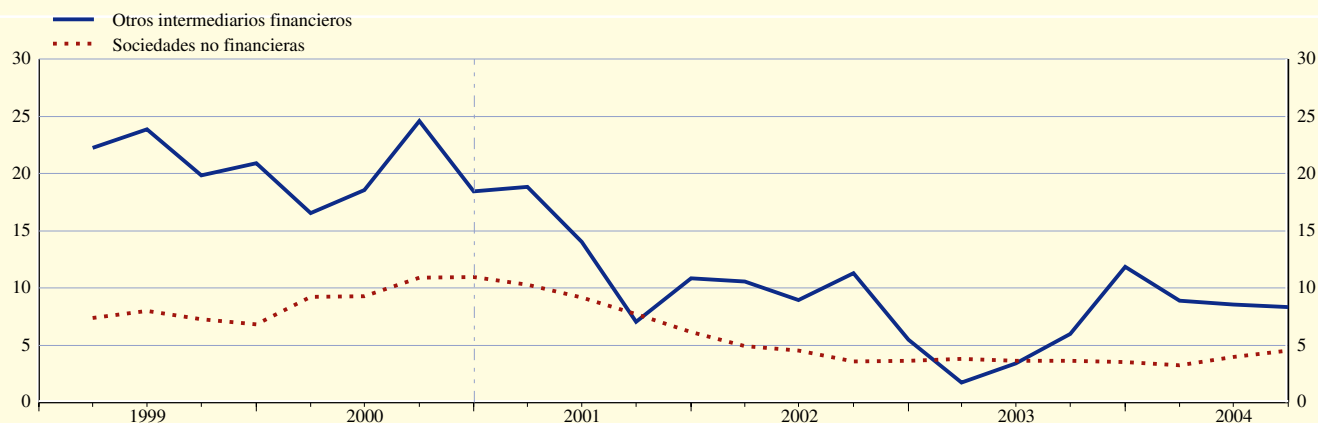
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

|                             | Empresas de seguros y fondos de pensiones |                  | Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup> |                  | Sociedades no financieras |             |               |               |
|-----------------------------|---|------------------|--|------------------|---------------------------|-------------|---------------|---------------|
|                             | Total                                     |                  | Total  |                  | Total                     | Hasta 1 año | De 1 a 5 años | Más de 5 años |
|                             | 1   | Hasta 1 año<br>2 | 3  | Hasta 1 año<br>4 | 5                         | 6           | 7             | 8             |
| <b>Saldos vivos</b>         |   |                  |  |                  |                           |             |               |               |
| 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  | 321,9            | 3.034,2                   | 958,7       | 527,0         | 1.548,5       |
| 2004 I                      | 46,3                                      | 32,2             | 503,8  | 303,8            | 3.055,3                   | 955,1       | 526,2         | 1.574,0       |
| 2004 Abr                    | 51,4                                      | 37,7             | 510,8  | 313,3            | 3.076,5                   | 958,1       | 531,6         | 1.586,8       |
| May                         | 56,5                                      | 42,6             | 515,3  | 317,1            | 3.085,7                   | 952,2       | 537,1         | 1.596,4       |
| Jun                         | 53,7                                      | 39,8             | 509,7  | 305,7            | 3.093,3                   | 966,4       | 537,2         | 1.589,7       |
| Jul                         | 56,7                                      | 41,9             | 506,0  | 302,7            | 3.101,7                   | 963,4       | 540,7         | 1.597,5       |
| Ago                         | 53,9                                      | 39,1             | 490,4  | 287,1            | 3.095,3                   | 946,7       | 544,9         | 1.603,7       |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 52,8                                      | 37,9             | 507,4  | 301,4            | 3.106,7                   | 952,3       | 545,3         | 1.609,1       |
| <b>Operaciones</b>          |   |                  |  |                  |                           |             |               |               |
| 2002                        | -4,1                                      | -7,3             | 24,0   | 16,2             | 106,1                     | -23,6       | 32,4          | 97,3          |
| 2003                        | 4,2                                       | 2,2              | 54,6   | 26,6             | 103,9                     | -7,5        | 15,8          | 95,6          |
| 2004 I                      | 10,7                                      | 10,0             | -3,1   | -11,8            | 21,6                      | -4,0        | 3,9           | 21,7          |
| 2004 Abr                    | 4,7                                       | 5,1              | 8,6  | 11,5             | 21,4                      | 3,4         | 5,8           | 12,2          |
| May                         | 5,1                                       | 4,9              | 5,5  | 4,5              | 11,5                      | -4,4        | 5,3           | 10,5          |
| Jun                         | -2,8                                      | -2,7             | -5,7   | -11,5            | 26,6                      | 16,8        | 0,5           | 9,2           |
| Jul                         | 2,9                                       | 2,0              | -4,4   | -3,2             | 9,4                       | -2,7        | 3,9           | 8,2           |
| Ago                         | -2,7                                      | -2,8             | -12,3  | -12,5            | -5,3                      | -16,4       | 4,3           | 6,8           |
| Sep <sup>(p)</sup>          | -1,0                                      | -1,1             | 18,5   | 15,2             | 14,9                      | 6,9         | 0,8           | 7,2           |
| <b>Tasas de crecimiento</b> |   |                  |  |                  |                           |             |               |               |
| 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              | 3,3                       | -2,4        | 3,6           | 6,9           |
| 2004 Abr                    | 9,5                                       | 10,2             | 8,3  | 4,4              | 3,5                       | -2,4        | 4,3           | 7,1           |
| May                         | 21,2                                      | 26,0             | 7,9  | 4,6              | 3,7                       | -2,3        | 5,8           | 7,0           |
| Jun                         | 18,9                                      | 25,7             | 8,5  | 3,0              | 4,0                       | -2,1        | 6,4           | 7,2           |
| Jul                         | 15,3                                      | 26,2             | 8,8  | 5,5              | 4,4                       | -1,0        | 6,0           | 7,4           |
| Ago                         | 21,7                                      | 37,1             | 6,9  | 3,1              | 4,1                       | -1,7        | 5,6           | 7,3           |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 18,3                                      | 32,6             | 8,4  | 5,7              | 4,6                       | -0,6        | 5,9           | 7,4           |

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

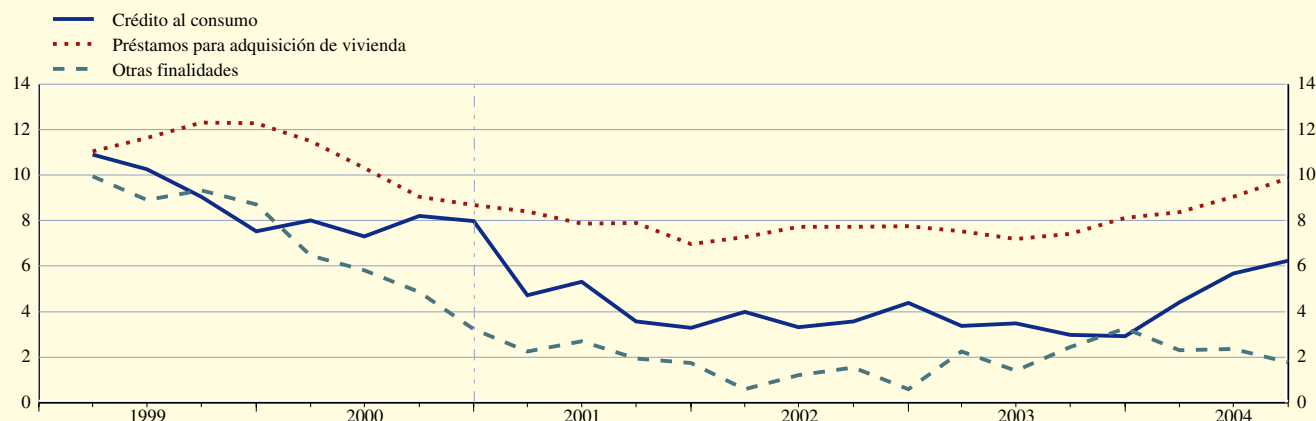
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

|                      | Total   | Crédito al consumo |               |               |       | Préstamos para adquisición de vivienda |               |               |         | Otras finalidades |               |               |       |
|----------------------|---------|--------------------|---------------|---------------|-------|--|---------------|---------------|---------|-------------------|---------------|---------------|-------|
|                      | Total   | Hasta 1 año        | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total | Hasta 1 año                            | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total   | Hasta 1 año       | De 1 a 5 años | Más de 5 años |       |
|                      | 1       | 2                  | 3             | 4             | 5     | 6                                      | 7             | 8             | 9       | 10                | 11            | 12            | 13    |
| Saldos vivos         |         |                    |               |               |       |  |               |               |         |                   |               |               |       |
| 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             | 145,1         | 95,5          | 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 | 2.419,2                                | 14,1          | 62,0          | 2.343,0 | 681,1             | 141,1         | 96,1          | 443,9 |
| May                  | 3.610,7 | 489,7              | 110,2         | 183,9         | 195,6 | 2.439,5                                | 14,2          | 62,4          | 2.362,9 | 681,5             | 139,8         | 96,1          | 445,6 |
| Jun                  | 3.663,2 | 502,2              | 114,9         | 187,2         | 200,0 | 2.463,7                                | 15,2          | 64,7          | 2.383,7 | 697,4             | 147,7         | 99,2          | 450,4 |
| Jul                  | 3.691,5 | 503,9              | 113,7         | 188,6         | 201,6 | 2.491,6                                | 14,9          | 65,2          | 2.411,6 | 696,0             | 144,0         | 99,5          | 452,6 |
| Ago                  | 3.707,8 | 504,8              | 114,6         | 188,2         | 202,0 | 2.508,6                                | 14,8          | 65,5          | 2.428,4 | 694,4             | 142,4         | 99,2          | 452,8 |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 3.736,2 | 507,8              | 115,8         | 188,6         | 203,4 | 2.534,3                                | 15,0          | 65,9          | 2.453,4 | 694,1             | 144,7         | 98,6          | 450,7 |
| Operaciones          |         |                    |               |               |       |  |               |               |         |                   |               |               |       |
| 2002                 | 182,3   | 21,9               | 7,1           | 5,4           | 9,4   | 156,8                                  | -0,3          | 2,3           | 154,9   | 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           | 18,6    | 1,0               | -0,7          | 0,8           | 0,9   |
| May                  | 21,7    | 0,8                | -0,5          | 0,1           | 1,2   | 20,4                                   | 0,1           | 0,3           | 20,0    | 0,5               | -1,2          | 0,0           | 1,7   |
| Jun                  | 36,3    | 8,7                | 4,3           | 2,1           | 2,3   | 20,6                                   | 0,9           | 1,8           | 17,9    | 7,0               | 5,1           | 0,2           | 1,7   |
| Jul                  | 28,7    | 1,9                | -1,2          | 1,5           | 1,6   | 28,0                                   | -0,4          | 0,5           | 27,9    | -1,1              | -3,6          | -0,1          | 2,5   |
| Ago                  | 17,1    | 1,1                | 0,9           | -0,5          | 0,8   | 17,2                                   | -0,1          | 0,3           | 16,9    | -1,2              | -1,6          | -0,2          | 0,6   |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 29,9    | 2,7                | 1,3           | 0,4           | 0,9   | 26,2                                   | 0,2           | 0,5           | 25,5    | 1,0               | 2,5           | -0,4          | -1,1  |
| Tasas de crecimiento |         |                    |               |               |       |  |               |               |         |                   |               |               |       |
| 2002 Dic             | 5,8     | 4,4                | 6,9           | 3,1           | 4,2   | 7,8                                    | -1,4          | 3,7           | 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          | -1,3          | 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                  | 7,3     | 5,7                | 3,1           | 5,9           | 6,9   | 9,0                                    | 9,1           | 1,0           | 9,3     | 2,4               | -1,2          | 1,8           | 3,8   |
| Jul                  | 7,3     | 5,4                | 3,5           | 5,9           | 6,2   | 9,2                                    | 7,7           | 0,6           | 9,5     | 2,4               | -0,8          | 1,5           | 3,7   |
| Ago                  | 7,5     | 6,4                | 6,1           | 6,2           | 6,9   | 9,3                                    | 5,8           | 0,6           | 9,6     | 2,1               | -0,4          | 1,6           | 3,1   |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 7,8     | 6,2                | 4,9           | 5,5           | 7,7   | 9,8                                    | 4,5           | 0,7           | 10,2    | 1,8               | 0,1           | -0,4          | 2,8   |

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

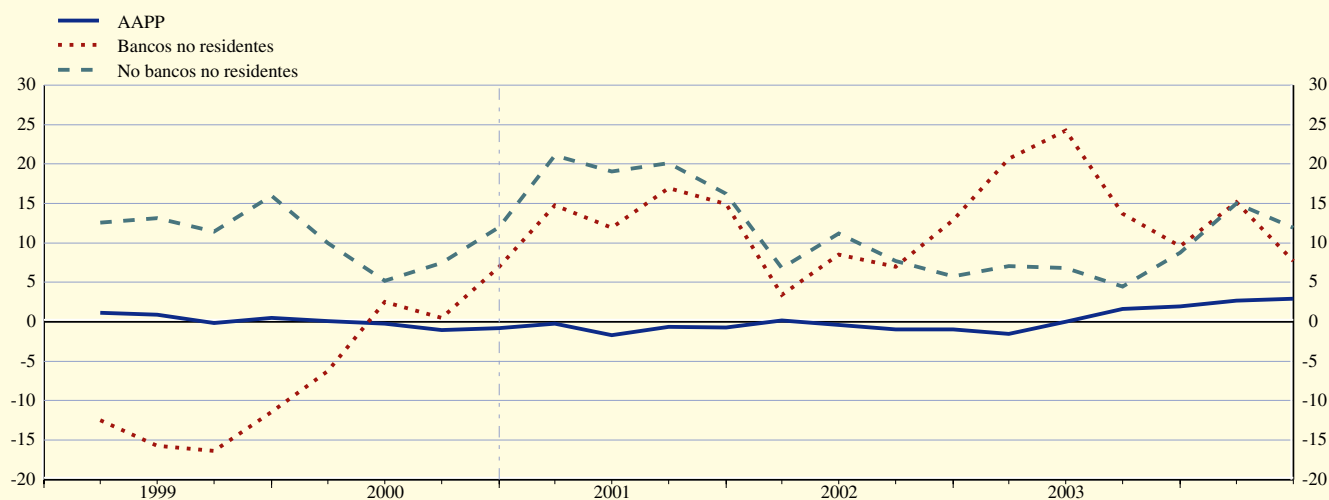
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

|                             | AAPP  |                        |                         |                      |                                      | No residentes en la zona del euro |                      |           |      |       |
|-----------------------------|-------|------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------|------|-------|
|                             | Total | Administración Central | Otras AAPP              |                      |                                      | Total                             | Bancos <sup>2)</sup> | No bancos |      |       |
|                             |       |                        | Administración Regional | Administración Local | Administraciones de Seguridad Social |                                   |                      | Total     | AAPP | Otros |
|                             | 1     | 2                      | 3                       | 4                    | 5                                    | 6                                 | 7                    |           |      |       |
| <b>Saldos vivos</b>         |       |                        |                         |                      |                                      |                                   |                      |           |      |       |
| 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 <sup>(p)</sup>           | 818,3 | 129,3                  | 253,4                   | 395,0                | 40,7                                 | 1.965,4                           | 1.323,4              | 642,6     | 61,0 | 581,5 |
| <b>Operaciones</b>          |       |                        |                         |                      |                                      |                                   |                      |           |      |       |
| 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                      | 5,7   | 5,7                    | -3,9                    | -0,3                 | 3,9                                  | 163,9                             | 107,9                | 57,0      | 1,7  | 55,3  |
| II <sup>(p)</sup>           | -6,7  | -6,3                   | -8,5                    | 6,4                  | 1,8                                  | 5,5                               | 11,9                 | -5,7      | -0,3 | -5,4  |
| <b>Tasas de crecimiento</b> |       |                        |                         |                      |                                      |                                   |                      |           |      |       |
| 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                    | 2,7   | 0,9                    | -2,2                    | 2,9                  | 63,1                                 | 15,1                              | 15,2                 | 15,0      | 4,1  | 16,3  |
| Jun <sup>(p)</sup>          | 2,9   | 1,6                    | -4,0                    | 5,0                  | 43,7                                 | 8,9                               | 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 IFM<sup>1)</sup>

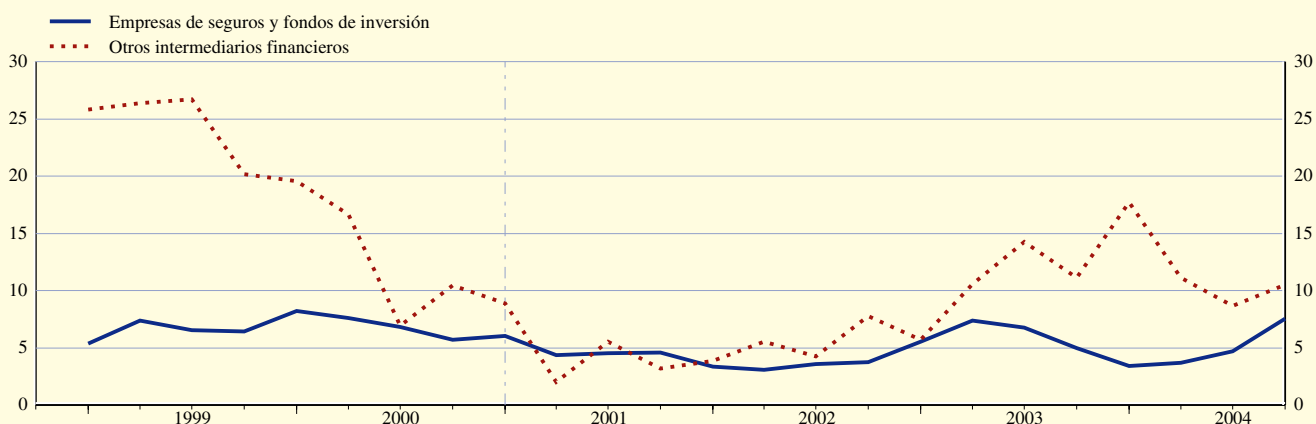
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

|                      | Empresas de seguros y fondos de pensiones |            |              |               |               |                |                     | Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup> |            |              |               |               |                |                     |
|----------------------|---|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|--|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|
|                      | Total                                     | A la vista | A plazo      |               | Con preaviso  |                | Cesiones temporales | Total  | A la vista | A plazo      |               | Con preaviso  |                | Cesiones temporales |
|                      |   |            | Hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses | Más de 3 meses |                     |  |            | Hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses | Más de 3 meses |                     |
| 1                    | 2   | 3          | 4            | 5             | 6             | 7              | 8                   | 9  | 10         | 11           | 12            | 13            | 14             |                     |
| 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 I               | 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 Abr             | 562,3                                     | 62,3       | 41,7         | 431,3         | 1,4           | 0,4            | 25,2                | 601,3  | 195,2      | 129,0        | 150,0         | 8,3           | 0,1            | 118,6               |
| May                  | 563,1                                     | 57,2       | 45,7         | 435,7         | 1,5           | 0,4            | 22,7                | 596,0  | 192,1      | 127,4        | 149,1         | 7,9           | 0,1            | 119,3               |
| Jun                  | 565,4                                     | 59,9       | 42,1         | 439,8         | 1,3           | 1,0            | 21,2                | 597,2  | 194,3      | 122,3        | 155,1         | 8,3           | 0,1            | 117,2               |
| Jul                  | 567,0                                     | 55,8       | 46,2         | 440,8         | 1,3           | 1,0            | 21,9                | 595,0  | 186,7      | 123,2        | 158,0         | 8,4           | 0,1            | 118,6               |
| Ago                  | 566,4                                     | 53,7       | 46,9         | 441,2         | 1,3           | 1,0            | 22,3                | 590,8  | 176,5      | 128,0        | 161,8         | 8,2           | 0,1            | 116,1               |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 573,7                                     | 61,6       | 47,4         | 442,4         | 1,2           | 1,0            | 20,0                | 598,9  | 189,6      | 120,2        | 164,9         | 8,1           | 0,1            | 115,9               |
| 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 I               | 14,4                                      | 5,7        | 0,3          | 5,6           | 0,0           | 0,0            | 2,8                 | 14,9   | 13,9       | -14,7        | 1,4           | 1,6           | 0,0            | 12,7                |
| 2004 Abr             | 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                 |
| Jun                  | 1,7                                       | 2,7        | -3,6         | 4,2           | -0,1          | 0,0            | -1,5                | 2,6  | 3,5        | -5,1         | 5,9           | 0,4           | 0,0            | -2,2                |
| Jul                  | 1,6                                       | -4,1       | 4,0          | 1,0           | 0,0           | 0,0            | 0,7                 | -2,6   | -7,7       | 0,8          | 2,9           | 0,0           | 0,0            | 1,4                 |
| Ago                  | -0,3                                      | -2,1       | 0,8          | 0,5           | 0,0           | 0,0            | 0,4                 | -4,6   | -10,2      | 4,3          | 3,9           | -0,1          | 0,0            | -2,4                |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 7,2                                       | 8,0        | 0,5          | 1,0           | -0,1          | 0,0            | -2,3                | 9,6  | 13,8       | -7,3         | 3,3           | -0,1          | 0,0            | -0,2                |
| Tasas de crecimiento |   |            |              |               |               |                |                     |  |            |              |               |               |                |                     |
| 2002 Dic             | 5,6                                       | 16,3       | -            | -             | -             | -              | 8,5                 | 5,7  | -3,0       | -            | -             | -             | -              | 14,9                |
| 2003 Dic             | 3,4                                       | 2,9        | -8,1         | 4,7           | 40,9          | -12,5          | 6,0                 | 17,7   | 18,1       | -0,4         | 37,2          | 71,4          | -              | 17,1                |
| 2004 Mar             | 3,7                                       | 5,1        | 8,1          | 2,4           | 40,8          | 1,8            | 18,6                | 11,1   | 17,2       | -13,1        | 22,6          | 47,9          | -              | 17,9                |
| 2004 Abr             | 4,4                                       | 8,4        | -3,8         | 3,9           | 49,2          | 6,2            | 17,0                | 10,3   | 15,5       | -13,3        | 25,0          | 64,7          | -              | 15,1                |
| May                  | 4,0                                       | -0,8       | 0,1          | 5,2           | 10,0          | 6,6            | 1,8                 | 5,4  | 7,2        | -14,9        | 15,9          | 39,0          | -              | 16,6                |
| Jun                  | 4,7                                       | -6,4       | 10,8         | 6,4           | 40,0          | 3,8            | -6,3                | 8,6  | 7,8        | -10,1        | 18,6          | 44,6          | -              | 20,5                |
| Jul                  | 5,5                                       | 0,3        | 16,9         | 5,1           | 32,5          | 3,1            | 3,6                 | 9,2  | 9,1        | -9,3         | 22,6          | 51,7          | -              | 14,1                |
| Ago                  | 5,8                                       | 4,5        | 17,6         | 4,3           | 18,7          | 7,1            | 16,6                | 9,3  | 6,3        | -5,8         | 25,0          | 67,5          | -              | 11,3                |
| Sep <sup>(p)</sup>   | 7,5                                       | 7,1        | 44,1         | 4,8           | 13,6          | 6,7            | 6,8                 | 10,5   | 7,4        | -6,1         | 27,3          | 63,8          | -              | 12,8                |

### 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 IFM<sup>1)</sup>

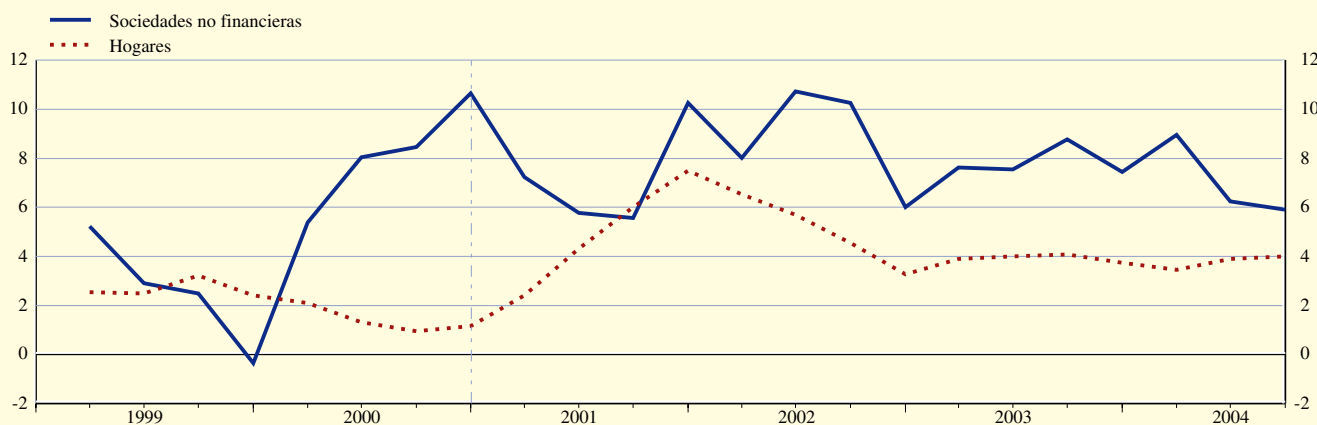
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

|                             | Sociedades no financieras |            |              |               |               |                |                     | Hogares <sup>2)</sup> |            |              |               |               |                |                     |
|-----------------------------|---------------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|-----------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------------|
|                             | Total                     | A la vista | A plazo      |               | Con preaviso  |                | Cesiones temporales | Total                 | A la vista | A plazo      |               | Con preaviso  |                | Cesiones temporales |
|                             |                           |            | Hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses | Más de 3 meses |                     |                       |            | Hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses | Más de 3 meses |                     |
|                             | 1                         | 2          | 3            | 4             | 5             | 6              | 7                   | 8                     | 9          | 10           | 11            | 12            | 13             | 14                  |
| <b>Saldos vivos</b>         |                           |            |              |               |               |                |                     |                       |            |              |               |               |                |                     |
| 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                   | 628,0      | 271,7        | 69,7          | 40,5          | 1,7            | 26,4                | 4.014,9               | 1.335,9    | 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                         | 1.052,6                   | 650,6      | 265,6        | 68,9          | 41,0          | 1,0            | 25,5                | 4.055,5               | 1.367,5    | 517,0        | 612,4         | 1.422,3       | 85,8           | 50,4                |
| Jul                         | 1.053,5                   | 642,0      | 271,0        | 71,4          | 41,6          | 1,0            | 26,5                | 4.069,2               | 1.372,1    | 517,0        | 613,3         | 1.428,3       | 85,9           | 52,6                |
| Ago                         | 1.052,9                   | 639,2      | 271,0        | 70,7          | 42,2          | 1,0            | 28,8                | 4.053,7               | 1.351,0    | 515,2        | 615,8         | 1.431,3       | 85,8           | 54,6                |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 1.066,5                   | 656,7      | 269,6        | 71,0          | 42,5          | 1,1            | 25,6                | 4.060,5               | 1.363,2    | 512,2        | 614,2         | 1.431,7       | 85,5           | 53,7                |
| <b>Operaciones</b>          |                           |            |              |               |               |                |                     |                       |            |              |               |               |                |                     |
| 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                  | 15,1       | -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                         | 4,5                       | 18,7       | -12,7        | -1,0          | 0,0           | 0,0            | -0,5                | 23,9                  | 15,1       | -2,7         | 1,0           | 10,9          | -0,4           | -0,1                |
| Jul                         | 0,3                       | -8,9       | 5,1          | 2,4           | 0,6           | 0,0            | 1,0                 | 13,5                  | 4,9        | -0,4         | 0,9           | 5,9           | 0,1            | 2,1                 |
| Ago                         | 0,9                       | -2,3       | 0,9          | -0,7          | 0,6           | 0,0            | 2,3                 | -15,5                 | -21,0      | -1,7         | 2,2           | 3,1           | -0,1           | 2,0                 |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 15,5                      | 18,4       | -0,6         | 0,5           | 0,4           | 0,0            | -3,2                | 7,8                   | 12,4       | -2,4         | -1,5          | 0,5           | -0,3           | -0,9                |
| <b>Tasas de crecimiento</b> |                           |            |              |               |               |                |                     |                       |            |              |               |               |                |                     |
| 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        | -8,8         | 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                         | 6,2                       | 10,1       | -3,2         | 14,9          | 17,1          | 20,6           | -13,5               | 3,9                   | 7,6        | -8,0         | 4,5           | 7,0           | -7,7           | -18,6               |
| Jul                         | 6,9                       | 10,6       | -2,9         | 16,7          | 17,8          | 21,5           | -6,2                | 4,0                   | 7,8        | -7,8         | 4,7           | 6,6           | -5,5           | -15,9               |
| Ago                         | 6,3                       | 10,9       | -4,9         | 10,8          | 18,0          | 22,0           | -1,1                | 3,6                   | 6,2        | -7,7         | 5,0           | 6,3           | -4,0           | -10,4               |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 5,9                       | 9,7        | -2,5         | 10,1          | 18,7          | 17,3           | -16,1               | 4,0                   | 7,1        | -7,5         | 4,7           | 6,4           | -3,5           | -4,5                |

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

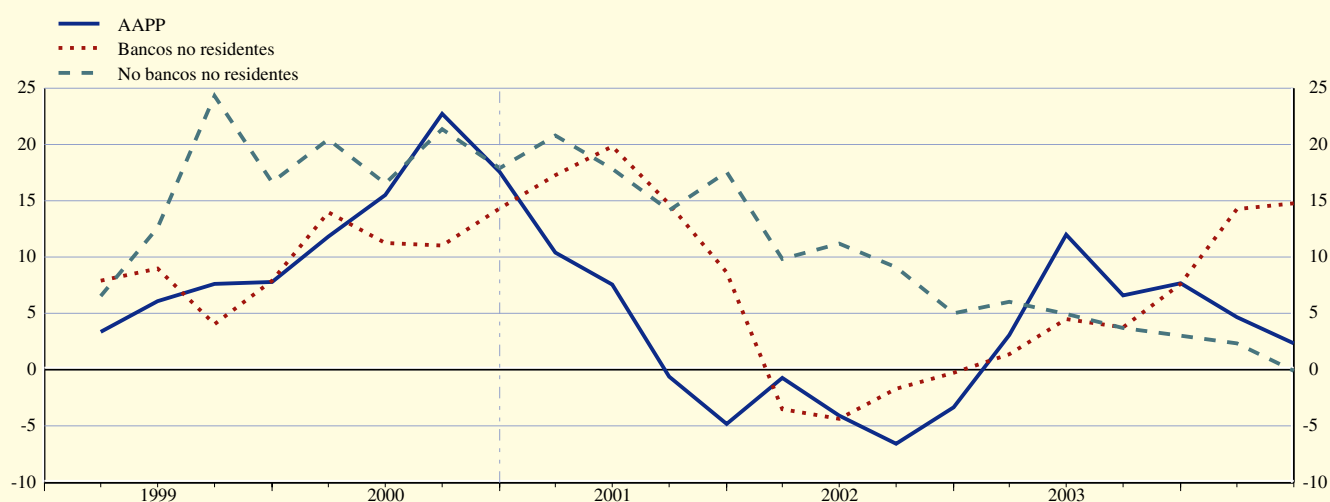
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

|                      | AAPP  |                        |                         |                      |                                      | No residentes en la zona del euro |                      |           |       |       |
|----------------------|-------|------------------------|-------------------------|----------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------|-------|-------|
|                      | Total | Administración Central | Otras AAPP              |                      |                                      | Total                             | Bancos <sup>2)</sup> | No bancos |       |       |
|                      |       |                        | Administración Regional | Administración Local | Administraciones de Seguridad Social |                                   |                      | Total     | AAPP  | Otros |
|                      | 1     | 2                      | 3                       | 4                    | 5                                    | 6                                 | 7                    | 8         | 9     | 10    |
| Saldos vivos         |       |                        |                         |                      |                                      |                                   |                      |           |       |       |
| 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 <sup>(p)</sup>    | 294,4 | 156,6                  | 31,6                    | 64,4                 | 41,8                                 | 2.471,6                           | 1.785,1              | 688,1     | 102,5 | 585,6 |
| 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                                 | 155,3                             | 129,6                | 25,7      | 4,8   | 21,0  |
| II <sup>(p)</sup>    | 21,1  | 15,4                   | 1,6                     | 2,0                  | 2,2                                  | 21,3                              | 37,5                 | -13,8     | 1,7   | -15,5 |
| 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 <sup>(p)</sup>   | 2,4   | 7,9                    | -7,7                    | -0,2                 | -4,2                                 | 10,1                              | 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.

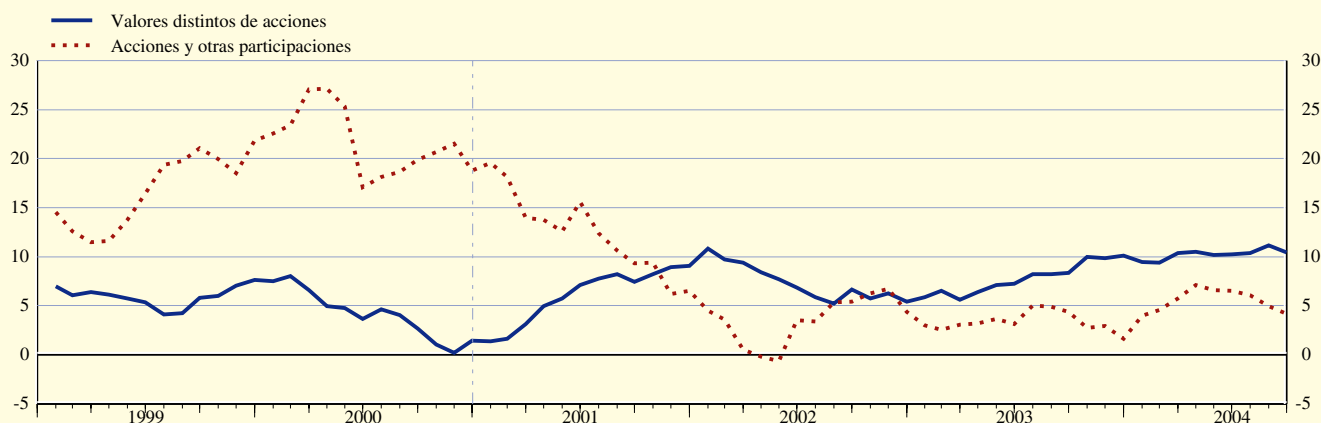
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

|                             | Valores distintos de acciones |         |         |         |         |                                      |         | Acciones y otras participaciones  |         |       |        |                                   |
|-----------------------------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------------|---------|-----------------------------------|---------|-------|--------|-----------------------------------|
|                             | Total                         | IFM     |         | AAPP    |         | Otros residentes en la zona del euro |         | No residentes en la zona del euro | Total   | IFM   | No IFM | No residentes en la zona del euro |
|                             |                               | Euro    | No euro | Euro    | No euro | Euro                                 | No euro |                                   |         |       |        |                                   |
| 1                           | 2                             | 3       | 4       | 5       | 6       | 7                                    | 8       | 9                                 | 10      | 11    | 12     |                                   |
| <b>Saldos vivos</b>         |                               |         |         |         |         |                                      |         |                                   |         |       |        |                                   |
| 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                         | 3.855,3                       | 1.298,9 | 63,2    | 1.334,2 | 17,6    | 426,3                                | 18,1    | 697,0                             | 1.154,3 | 294,7 | 653,6  | 206,0                             |
| Jul                         | 3.900,4                       | 1.313,8 | 62,9    | 1.330,4 | 17,4    | 429,4                                | 17,3    | 729,2                             | 1.150,8 | 294,8 | 641,6  | 214,5                             |
| Ago                         | 3.918,5                       | 1.318,6 | 63,3    | 1.332,1 | 16,9    | 429,1                                | 17,0    | 741,5                             | 1.143,8 | 291,0 | 634,5  | 218,2                             |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 3.915,7                       | 1.324,9 | 62,5    | 1.339,8 | 15,9    | 425,5                                | 17,4    | 729,7                             | 1.126,8 | 286,8 | 633,0  | 207,0                             |
| <b>Operaciones</b>          |                               |         |         |         |         |                                      |         |                                   |         |       |        |                                   |
| 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                              | 44,7    | 6,1   | 24,6   | 14,0                              |
| 2004 Abr                    | 41,9                          | 9,7     | 0,9     | 8,7     | -0,4    | 4,3                                  | 0,4     | 18,2                              | 29,0    | 5,6   | 21,6   | 1,8                               |
| May                         | 46,4                          | 11,3    | -0,4    | 28,6    | 0,1     | 5,0                                  | -0,7    | 2,4                               | 6,1     | 6,7   | -2,9   | 2,4                               |
| Jun                         | 3,1                           | -5,8    | 1,9     | 7,5     | 0,3     | 4,5                                  | 0,4     | -5,7                              | -9,4    | -6,1  | -10,7  | 7,3                               |
| Jul                         | 41,2                          | 17,9    | -0,9    | -4,3    | -0,2    | 0,5                                  | -0,9    | 29,1                              | -1,3    | 0,3   | -11,0  | 9,4                               |
| Ago                         | 19,6                          | 4,7     | 1,3     | -0,5    | -0,5    | -0,3                                 | -0,2    | 15,1                              | -6,0    | -3,6  | -6,8   | 4,4                               |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 10,3                          | 7,8     | 1,0     | 8,9     | -0,5    | -3,9                                 | 0,9     | -3,8                              | -19,1   | -4,8  | -2,1   | -12,1                             |
| <b>Tasas de crecimiento</b> |                               |         |         |         |         |                                      |         |                                   |         |       |        |                                   |
| 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                         | 10,3                          | 9,4     | 7,4     | 8,6     | 10,3    | 10,3                                 | 2,5     | 15,7                              | 6,5     | 6,3   | 5,2    | 11,1                              |
| Jul                         | 10,4                          | 9,5     | 5,1     | 7,2     | 6,1     | 11,3                                 | -6,9    | 19,1                              | 6,1     | 5,2   | 3,9    | 14,4                              |
| Ago                         | 11,2                          | 10,0    | 12,8    | 7,6     | 5,1     | 10,2                                 | -5,7    | 21,7                              | 5,0     | 3,6   | 2,6    | 14,6                              |
| Sep <sup>(p)</sup>          | 10,4                          | 10,6    | 12,7    | 6,6     | 0,3     | 7,6                                  | -3,9    | 20,0                              | 4,2     | 2,6   | 3,1    | 10,0                              |

## 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 IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

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

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

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

|                    | Sociedades no financieras |             |               |               | No residentes en la zona del euro |             |              |
|--------------------|---------------------------|-------------|---------------|---------------|-----------------------------------|-------------|--------------|
|                    | Total                     | Hasta 1 año | De 1 a 5 años | Más de 5 años | Total                             | Hasta 1 año | Más de 1 año |
|                    | 1                         | 2           | 3             | 4             | 5                                 | 6           | 7            |
| 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                | -0,4                      | -0,1        | 0,0           | -0,2          | 0,0                               | 0,0         | 0,0          |
| Sep <sup>(p)</sup> | -0,9                      | -0,5        | -0,1          | -0,4          | 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 | 1,0    | 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    | 0,1                               |  |
| May                | -3,7                          | 0,1  | -0,1    | -1,9 | 0,0     | 0,2                                  | 0,0     | -2,1                              | -2,1  | 0,3  | -1,9   | -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                | 2,3                           | 0,0  | 0,0     | 2,2  | 0,0     | 0,0                                  | 0,0     | 0,0                               | -1,0  | -0,1 | -0,3   | -0,6                              |  |
| Sep <sup>(p)</sup> | -0,5                          | 0,0  | -0,1    | -1,2 | 0,0     | 0,4                                  | 0,0     | 0,5                               | 2,2   | 0,7  | 0,6    | 0,9                               |  |

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Depósitos

|                                     | IFM <sup>2)</sup>              |                    |                            |      |     |     |               | No IFM             |                            |      |      |     |     |     |
|-------------------------------------|--------------------------------|--------------------|----------------------------|------|-----|-----|---------------|--------------------|----------------------------|------|------|-----|-----|-----|
|                                     | Total monedas.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |     |     | Total monedas | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |      |     |     |     |
|                                     |                                |                    | Total                      |      |     |     |               |                    | Total                      |      |      |     |     |     |
|                                     |                                |                    | USD                        | JPY  | CHF | GBP |               |                    | USD                        | JPY  | CHF  | GBP |     |     |
| 1                                   | 2                              | 3                  | 4                          | 5    | 6   | 7   | 8             | 9                  | 10                         | 11   | 12   | 13  | 14  |     |
| 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 <sup>(p)</sup>                   | 4.522,8                        | 90,3               | 9,7                        | 5,8  | 0,5 | 1,5 | 1,4           | 6.565,1            | 97,2                       | 2,8  | 1,7  | 0,3 | 0,1 | 0,4 |
| De no residentes e 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 <sup>(p)</sup>                   | 1.785,1                        | 45,2               | 54,8                       | 36,6 | 1,8 | 3,2 | 10,2          | 688,1              | 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.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | 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 <sup>(p)</sup> | 3.533,8                        | 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 IFM<sup>1)</sup>

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

### 3. Préstamos

|                                     | IFM <sup>2)</sup>              |                    |                            |      |     |     |                                | No IFM             |                            |      |     |     |     |  |
|-------------------------------------|--------------------------------|--------------------|----------------------------|------|-----|-----|--------------------------------|--------------------|----------------------------|------|-----|-----|-----|--|
|                                     | Total monedas.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |     |     | Total monedas.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |     |     |     |  |
|                                     |                                |                    | Total                      |      |     |     |                                |                    | Total                      |      |     |     |     |  |
|                                     |                                |                    | USD                        | JPY  | CHF | GBP |                                |                    | USD                        | JPY  | CHF | GBP |     |  |
| 1                                   | 2                              | 3                  | 4                          | 5    | 6   | 7   | 8                              | 9                  | 10                         | 11   | 12  | 13  | 14  |  |
| A residentes en la zona del euro    |                                |                    |                            |      |     |     |                                |                    |                            |      |     |     |     |  |
| 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                              | 4.224,5                        | -                  | -                          | -    | -   | -   | 7.993,4                        | 96,4               | 3,6                        | 1,6  | 0,3 | 1,2 | 0,4 |  |
| II <sup>(p)</sup>                   | 4.296,0                        | -                  | -                          | -    | -   | -   | 8.138,1                        | 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 | 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 | 2,6 | 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 | 646,9                          | 40,0               | 60,0                       | 41,9 | 2,5 | 4,4 | 8,0 |  |
| II <sup>(p)</sup>                   | 1.323,4                        | 49,3               | 50,7                       | 30,2 | 5,0 | 2,6 | 642,6                          | 38,3               | 61,7                       | 42,8 | 2,4 | 4,5 | 8,8 |  |

### 4. Valores distintos de acciones

|  | IFM <sup>2)</sup>              |                    |                            |      |     |     |                                | No IFM             |                            |      |     |     |     |  |
|--|--------------------------------|--------------------|----------------------------|------|-----|-----|--------------------------------|--------------------|----------------------------|------|-----|-----|-----|--|
|  | Total monedas.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |     |     | Total monedas.<br>Saldos vivos | Euro <sup>3)</sup> | Monedas distintas del euro |      |     |     |     |  |
|  |                                |                    | Total                      |      |     |     |                                |                    | Total                      |      |     |     |     |  |
|  |                                |                    | USD                        | JPY  | CHF | GBP |                                |                    | USD                        | JPY  | CHF | GBP |     |  |
| 1  | 2                              | 3                  | 4                          | 5    | 6   | 7   | 8                              | 9                  | 10                         | 11   | 12  | 13  | 14  |  |
| Emitidos por residentes en la zona del euro    |                                |                    |                            |      |     |     |                                |                    |                            |      |     |     |     |  |
| 2002   | 1.170,4                        | 95,9               | 4,1                        | 1,7  | 0,4 | 0,2 | 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 | 1.671,7                        | 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 | 1.737,2                        | 97,9               | 2,1                        | 1,1  | 0,5 | 0,1 | 0,2 |  |
| II <sup>(p)</sup>                              | 1.362,1                        | 95,4               | 4,6                        | 2,2  | 0,4 | 0,4 | 1.796,2                        | 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 | 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 | 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 | 378,8                          | 44,3               | 55,7                       | 35,9 | 6,2 | 0,8 | 7,2 |  |
| II <sup>(p)</sup>                              | 313,3                          | 46,4               | 53,6                       | 32,7 | 1,2 | 0,6 | 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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

|                   | Total<br>1 | Depósitos<br>2 | Valores distintos de acciones |                  |                   | Acciones y otras participaciones<br>6 | Participaciones en fondos de inversión<br>7 | Activo fijo<br>8 | Otros activos<br>9 |
|-------------------|------------|----------------|-------------------------------|------------------|-------------------|---------------------------------------|---|------------------|--------------------|
|                   |            |                | Total<br>3                    | Hasta 1 año<br>4 | Más de 1 año<br>5 |                                       |   |                  |                    |
| 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            | 3.353,6    | 266,5          | 1.433,9                       | 70,3             | 1.363,6           | 1.102,8                               | 262,6                                       | 136,7            | 151,2              |
| II <sup>(p)</sup> | 3.365,8    | 245,1          | 1.428,5                       | 69,2             | 1.359,3           | 1.117,3                               | 277,5                                       | 139,7            | 157,8              |

### 2. Pasivo

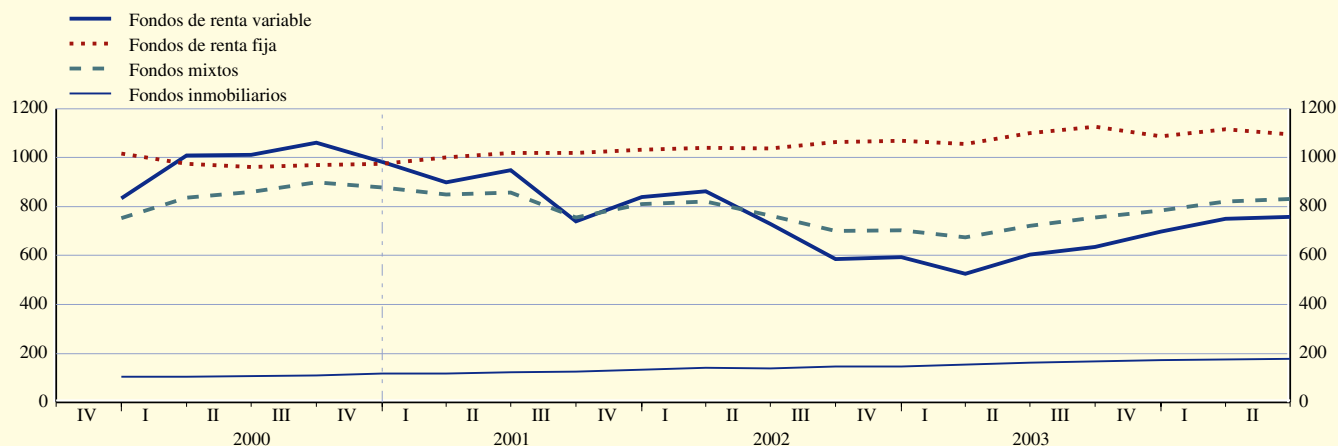
|                   | Total<br>1 | Depósitos y préstamos recibidos<br>2 | Participaciones en fondos de inversión<br>3 | Otros pasivos<br>4 |
|-------------------|------------|--------------------------------------|---|--------------------|
|                   |            |                                      |   |                    |
| 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            | 3.353,6    | 49,6                                 | 3.171,2                                     | 132,8              |
| II <sup>(p)</sup> | 3.365,8    | 50,2                                 | 3.188,6                                     | 127,1              |

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

|                   | Total<br>1 | Fondos según su política de inversión |                           |                    |                           |                   | Fondos según el tipo de inversor |                                      |
|-------------------|------------|---------------------------------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|-------------------|----------------------------------|--------------------------------------|
|                   |            | Fondos de renta variable<br>2         | Fondos de renta fija<br>3 | Fondos mixtos<br>4 | Fondos inmobiliarios<br>5 | Otros fondos<br>6 | Fondos abiertos al público<br>7  | Fondos de inversores especiales<br>8 |
| 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            | 3.353,6    | 750,5                                 | 1.116,6                   | 821,2              | 175,9                     | 489,5             | 2.470,6                          | 883,1                                |
| II <sup>(p)</sup> | 3.365,8    | 756,5                                 | 1.094,5                   | 830,4              | 179,0                     | 505,4             | 2.478,8                          | 887,0                                |

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

|                                 | Total   | Depósitos | Valores distintos de acciones |             |              | Acciones y otras participaciones | Participaciones en fondos de inversión | Activo fijo | Otros activos |
|---------------------------------|---------|-----------|-------------------------------|-------------|--------------|----------------------------------|--|-------------|---------------|
|                                 |         |           | Total                         | Hasta 1 año | Más de 1 año |                                  |  |             |               |
|                                 | 1       | 2         | 3                             | 4           | 5            | 6                                | 7                                      | 8           | 9             |
| <b>Fondos de renta variable</b> |         |           |                               |             |              |                                  |  |             |               |
| 2003 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                          | 750,5   | 32,8      | 32,2                          | 3,0         | 29,2         | 635,7                            | 23,4                                   | -           | 26,5          |
| II <sup>(p)</sup>               | 756,5   | 31,4      | 31,8                          | 3,3         | 28,5         | 642,8                            | 25,2                                   | -           | 25,3          |
| <b>Fondos de renta fija</b>     |         |           |                               |             |              |                                  |  |             |               |
| 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                          | 1.116,6 | 97,3      | 918,4                         | 35,3        | 883,1        | 32,9                             | 21,4                                   | -           | 46,6          |
| II <sup>(p)</sup>               | 1.094,5 | 79,3      | 909,8                         | 36,3        | 873,5        | 33,0                             | 21,9                                   | -           | 50,5          |
| <b>Fondos mixtos</b>            |         |           |                               |             |              |                                  |  |             |               |
| 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                          | 821,2   | 52,9      | 333,9                         | 21,2        | 312,6        | 287,0                            | 107,2                                  | 0,3         | 39,9          |
| II <sup>(p)</sup>               | 830,4   | 52,3      | 340,1                         | 22,3        | 317,8        | 279,1                            | 115,0                                  | 0,3         | 43,6          |
| <b>Fondos inmobiliarios</b>     |         |           |                               |             |              |                                  |  |             |               |
| 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                          | 175,9   | 14,7      | 9,1                           | 0,6         | 8,5          | 0,8                              | 7,7                                    | 135,6       | 8,0           |
| II <sup>(p)</sup>               | 179,0   | 15,0      | 8,5                           | 0,6         | 7,9          | 0,6                              | 7,7                                    | 138,6       | 8,6           |

**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             |
| <b>Fondos abiertos al público</b>   |         |           |                               |                                  |  |             |               |
| 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                              | 2.470,6 | 219,3     | 948,9                         | 878,2                            | 198,8                                  | 117,5       | 107,8         |
| II <sup>(p)</sup>                   | 2.478,8 | 202,3     | 944,9                         | 890,4                            | 211,3                                  | 119,9       | 109,9         |
| <b>Fondos inversores especiales</b> |         |           |                               |                                  |  |             |               |
| 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                              | 883,1   | 47,2      | 485,0                         | 224,6                            | 63,8                                   | 19,1        | 43,3          |
| II <sup>(p)</sup>                   | 887,0   | 42,7      | 483,6                         | 226,9                            | 66,2                                   | 19,8        | 47,8          |

Fuente: BCE.





## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

|                               | Efectivo y depósitos |               |               |  |                    |  |   |                     |   |   |       | Pro memoria:<br>Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro |
|-------------------------------|----------------------|---------------|---------------|--|--------------------|--|---|---------------------|---|---|-------|--|
|                               | Total                | Total         | Efectivo      | Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro |                    |  |   |                     | Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro   | Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>           |       |  |
|                               |                      |               |               | Total  | A la vista         | A plazo                                | Con preaviso                                    | Cesiones temporales |   |   |       |  |
|                               | 1                    | 2             | 3             | 4  | 5                  | 6                                      | 7   | 8                   | 9   | 10  | 11    |  |
| Saldos vivos                  |                      |               |               |  |                    |  |   |                     |   |   |       |  |
| 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         | 5.180,4  | 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                | 32,6          | 0,1           | -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           | 21,7          | 4,3  | 8,9                | -1,2                                   | 6,6   | -23,0               | 5,9   | 7,7   | 24,8  |  |
| Valores distintos de acciones |                      |               |               |  |                    |  |   |                     |   |   |       |  |
| Acciones <sup>2)</sup>        |                      |               |               |  |                    |  |   |                     |   |   |       |  |
| Reservas técnicas de seguro   |                      |               |               |  |                    |  |   |                     |   |   |       |  |
|                               | Total                | A corto plazo | A largo plazo | Total  | Acciones cotizadas | Participaciones en fondos de inversión | Participaciones en fondos del mercado monetario | Total               | Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones | Reservas para primas y reservas para siniestros |       |  |
|                               | 12                   | 13            | 14            | 15   | 16                 | 17                                     | 18  | 19                  | 20  | 21  |       |  |
| 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 período; operaciones realizadas en el período)

|                      | Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a |                                      |         |                  |                           |       |                  |                       |         |                  |                  |         | Pro memoria:<br>Préstamos de<br>las entidades de<br>crédito fuera de<br>la zona del euro<br>al sector no<br>bancario |
|----------------------|--|--------------------------------------|---------|------------------|---------------------------|-------|------------------|-----------------------|---------|------------------|------------------|---------|--|
|                      | Total  | Administraciones Públicas            |         |                  | Sociedades no financieras |       |                  | Hogares <sup>1)</sup> |         |                  |                  |         |  |
|                      |  | De las IFM<br>de la zona<br>del euro | Total   | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo          | Total | A corto<br>plazo | A largo<br>plazo      | Total   | A corto<br>plazo | A largo<br>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            | 80,7                      | 871,9 | 3.660,0          | 1.164,3               | 2.495,7 | 3.850,3          | 287,3            | 3.563,1 | 266,5  |
| 2004 I               | 16.899,6   | 8.513,2                              | 7.466,6 | 956,4            | 84,7                      | 871,7 | 3.654,9          | 1.161,1               | 2.493,8 | 3.901,9          | 281,8            | 3.620,1 | 304,1  |
| Operaciones          |  |                                      |         |                  |                           |       |                  |                       |         |                  |                  |         |  |
| 2002 IV              | 165,9  | 141,6                                | 96,9    | 14,9             | 6,0                       | 9,0   | 58,4             | -5,0                  | 63,4    | 68,3             | 2,8              | 65,5    | 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             | 9,9                       | 10,4  | 17,2             | -16,3                 | 33,6    | 73,1             | 4,5              | 68,5    | -1,3   |
| 2004 I               | 192,9  | 45,9                                 | 75,1    | 4,9              | 4,1                       | 0,8   | -14,4            | -6,5                  | -7,9    | 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             | 7,4     | -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             | 7,3     | 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              | 0,1                   | 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                  | 3,3     | 7,4              | 0,4              | 8,0     | 22,1   |

|                      | Valores distintos de acciones emitidos por |                           |               |               |                           |               |               | Acciones<br>cotizadas<br>emitidas por<br>las sociedades<br>no financieras | Depósitos de la<br>Administración<br>Central | Reservas de los<br>fondos de<br>pensiones de las<br>sociedades no<br>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 <sup>1)</sup>          |                    |  |   | Reservas para primas y reservas para siniestros | Total               | Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro |                            | Valores distintos de acciones | Acciones cotizadas | Reservas técnicas de seguro  |   |       |    |
|         | Total                           | Acciones cotizadas | Participaciones en fondos de inversión | Participaciones en fondos del mercado monetario |   |                     | Total   | De IFM de la zona del euro |                               |                    | Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones | Reservas para primas y reservas para siniestros |       |    |
|         |                                 |                    |  |   | 13  | 14                  |   |                            | 15                            | 16                 |  |   | 17    | 18 |
|         | Saldos vivos                    |                    |  |   |   |                     |   |                            |                               |                    |  |   |       |    |
| 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<br>bruta de<br>capital fijo | Consumo de<br>capital fijo (-) | Variación de<br>existencias <sup>1)</sup> | Activos no<br>producidos | Total                                      | Oro<br>monetario<br>y DEG | Efectivo<br>y<br>depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>2)</sup> | Préstamos | Acciones y<br>participa-<br>ciones | Reservas<br>técnicas<br>de seguro | Otras<br>inversiones<br>(netas) <sup>3)</sup> |
|      | 1   | 2                                     | 3                              | 4   | 5                        | 6  | 7                         | 8                          | 9   | 10        | 11                                 | 12                                | 13  |
| 1996 | 339,5   | 1.121,1                               | -783,9                         | 1,9                                       | 0,4                      | 1.736,0                                    | -3,0                      | 396,3                      | 397,7   | 383,4     | 313,8                              | 195,4                             | 52,5  |
| 1997 | 350,6   | 1.137,7                               | -797,1                         | 10,1                                      | 0,0                      | 1.916,0                                    | -0,2                      | 392,4                      | 332,2   | 449,9     | 485,0                              | 223,9                             | 32,8  |
| 1998 | 411,4   | 1.201,7                               | -823,6                         | 33,2                                      | 0,2                      | 2.426,7                                    | 11,0                      | 419,7                      | 357,1   | 537,6     | 844,8                              | 215,3                             | 41,2  |
| 1999 | 448,8   | 1.290,5                               | -863,7                         | 21,8                                      | 0,2                      | 3.106,4                                    | 1,3                       | 554,9                      | 427,0   | 895,0     | 936,7                              | 261,2                             | 30,4  |
| 2000 | 485,6   | 1.389,8                               | -913,1                         | 25,6                                      | -16,7                    | 2.917,1                                    | 1,3                       | 352,4                      | 263,1   | 848,3     | 1.191,7                            | 253,0                             | 7,3   |
| 2001 | 459,7   | 1.441,9                               | -973,6                         | -10,5                                     | 1,9                      | 2.600,1                                    | -0,5                      | 576,6                      | 433,0   | 745,5     | 620,3                              | 250,0                             | -24,7   |
| 2002 | 391,8   | 1.428,4                               | -1.020,6                       | -17,3                                     | 1,4                      | 2.303,5                                    | 0,9                       | 648,1                      | 258,7   | 663,6     | 478,6                              | 221,8                             | 31,8  |

|      | Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup> |                 |                                   |  | Pasivos netos contraídos |                         |  |           |                               |                                |
|------|---|-----------------|-----------------------------------|--|--------------------------|-------------------------|--|-----------|-------------------------------|--------------------------------|
|      | Total   | Ahorro<br>bruto | Consumo de<br>capital<br>fijo (-) | Transferencias<br>netas de<br>capital a cobrar | Total                    | Efectivo y<br>depósitos | Valores distintos<br>de acciones <sup>2)</sup> | Préstamos | Acciones y<br>participaciones | Reservas<br>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 | 468,4   | 1.477,6         | -1.020,6                          | 11,4   | 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 <sup>4)</sup> |                 | Pasivos netos contraídos |   |           |                                  |
|------|---|---------------------------------------|-----------------------------------|--|----------------------------|---|-----------|----------------------------------|---|-----------------|--------------------------|---|-----------|----------------------------------|
|      | Total   | Formación<br>bruta de<br>capital fijo | Consumo de<br>capital<br>fijo (-) | Total                                      | Efectivo<br>y<br>depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>2)</sup> | Préstamos | Acciones<br>y otras<br>particip. | Total   | Ahorro<br>bruto | Total                    | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>2)</sup> | Préstamos | Acciones<br>y otras<br>particip. |
|      | 1   | 2                                     | 3                                 | 4  | 5                          | 6   | 7         | 8                                | 9   | 10              | 11                       | 12  | 13        | 14                               |
| 1996 | 131,5   | 567,4                                 | -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                             | 105,1   | 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                            | 147,9   | 569,2           | 496,0                    | 22,8  | 267,4     | 194,7                            |
| 1999 | 212,2   | 684,6                                 | -490,9                            | 652,1                                      | 24,7                       | 93,6  | 186,0     | 331,2                            | 107,8   | 548,8           | 756,5                    | 47,5  | 436,7     | 255,6                            |
| 2000 | 309,7   | 750,5                                 | -523,1                            | 925,5                                      | 74,6                       | 87,4  | 230,4     | 514,2                            | 84,4  | 560,7           | 1.150,7                  | 60,9  | 597,7     | 483,7                            |
| 2001 | 218,8   | 774,4                                 | -555,2                            | 637,1                                      | 100,9                      | 44,6  | 164,5     | 242,5                            | 88,3  | 584,1           | 767,6                    | 99,7  | 352,7     | 303,7                            |
| 2002 | 172,8   | 758,4                                 | -579,7                            | 523,5                                      | 39,1                       | -57,8   | 189,8     | 258,6                            | 115,6   | 635,2           | 580,7                    | 21,2  | 343,1     | 201,2                            |

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

|      | Adquisiciones netas de activos no financieros |                                       |                                   | Adquisiciones netas de activos financieros |                            |   |                                  |                                   | Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup> |                 | Pasivos netos contraídos |           | Pro memoria:        |  |
|------|---|---------------------------------------|-----------------------------------|--|----------------------------|---|----------------------------------|-----------------------------------|---|-----------------|--------------------------|-----------|---------------------|--|
|      | Total   | Formación<br>bruta de<br>capital fijo | Consumo de<br>capital<br>fijo (-) | Total                                      | Efectivo<br>y<br>depósitos | Valores<br>distintos de<br>acciones <sup>2)</sup> | Acciones<br>y otras<br>particip. | Reservas<br>técnicas de<br>seguro | Total   | Ahorro<br>bruto | Total                    | Préstamos | Renta<br>disponible | Tasa<br>bruta de<br>ahorro <sup>6)</sup> |
|      | 1   | 2                                     | 3                                 | 4  | 5                          | 6   | 7                                | 8                                 | 9   | 10              | 11                       | 12        | 13                  | 14                                       |
| 1996 | 167,8   | 383,3                                 | -216,6                            | 439,0                                      | 146,2                      | 24,8  | 90,9                             | 190,8                             | 445,5   | 645,9           | 161,3                    | 160,0     | 3.792,7             | 17,0                                     |
| 1997 | 165,0   | 375,8                                 | -211,5                            | 427,8                                      | 70,4                       | -19,8   | 192,1                            | 217,7                             | 424,4   | 615,5           | 168,4                    | 167,0     | 3.818,2             | 16,1                                     |
| 1998 | 176,6   | 387,8                                 | -216,2                            | 446,8                                      | 96,4                       | -119,2  | 286,6                            | 210,5                             | 408,1   | 593,4           | 215,2                    | 213,9     | 3.924,5             | 15,1                                     |
| 1999 | 188,6   | 416,5                                 | -231,3                            | 473,3                                      | 118,7                      | -28,5   | 195,7                            | 246,8                             | 394,8   | 579,9           | 267,1                    | 265,6     | 4.085,9             | 14,2                                     |
| 2000 | 194,2   | 439,4                                 | -240,8                            | 426,5                                      | 65,4                       | 34,5  | 121,4                            | 247,5                             | 396,6   | 597,0           | 224,0                    | 222,3     | 4.279,5             | 14,0                                     |
| 2001 | 182,2   | 450,9                                 | -262,9                            | 416,1                                      | 174,6                      | 82,2  | 58,7                             | 230,1                             | 428,0   | 654,4           | 170,3                    | 168,4     | 4.580,9             | 14,3                                     |
| 2002 | 166,4   | 456,4                                 | -279,5                            | 488,5                                      | 223,8                      | 77,8  | -1,4                             | 212,2                             | 443,4   | 686,7           | 211,6                    | 209,4     | 4.726,4             | 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

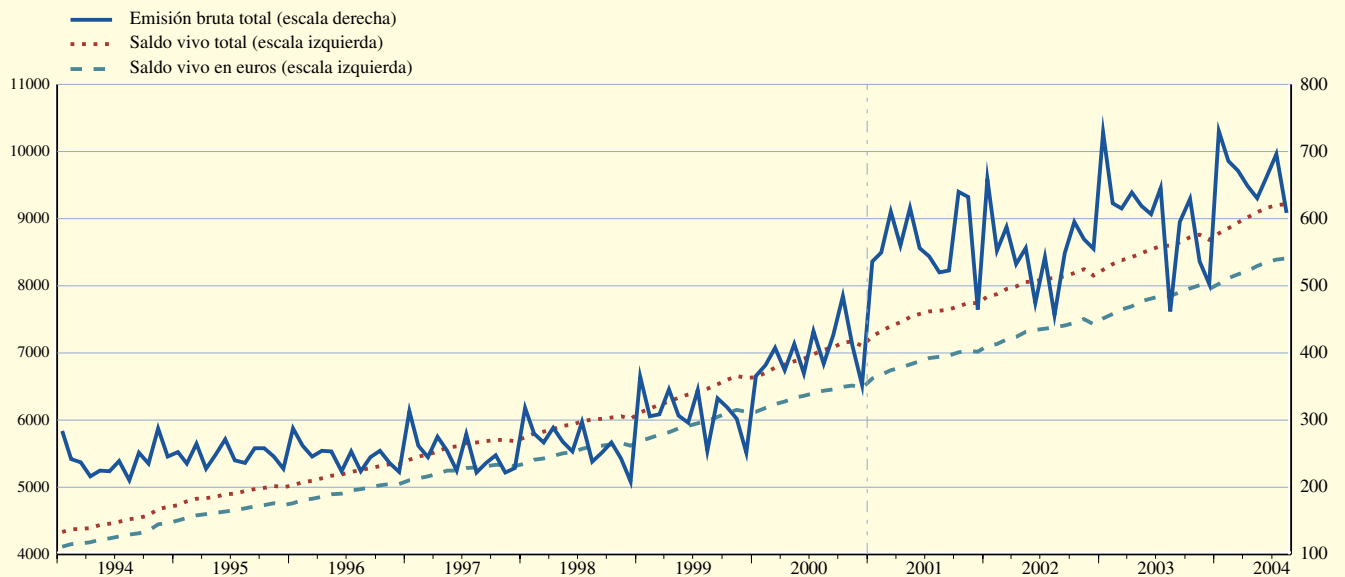
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 <sup>1)</sup> |                  |                |                 | Emisiones por residentes en la zona del euro |                  |                |                 |                        |               |                    |                 |
|-------------|--|------------------|----------------|-----------------|--|------------------|----------------|-----------------|------------------------|---------------|--------------------|-----------------|
|             | Saldo vivo                               | Emisiones brutas | Amortizaciones | Emisiones netas | Total  |                  |                |                 | De los cuales en euros |               |                    |                 |
|             |  |                  |                |                 | Saldo vivo                                   | Emisiones brutas | Amortizaciones | Emisiones netas | Saldo vivo (%)         | Emisiones (%) | Amortizaciones (%) | Emisiones netas |
|             | 1  | 2                | 3              | 4               | 5  | 6                | 7              | 8               | 9                      | 10            | 11                 | 12              |
| Total       |  |                  |                |                 |  |                  |                |                 |                        |               |                    |                 |
| 2003 Ago    | 9.011,9                                  | 470,3            | 465,5          | 4,8             | 8.601,3                                      | 461,6            | 463,8          | -2,2            | 91,3                   | 93,9          | 92,6               | 3,8             |
| Sep         | 9.102,0                                  | 615,6            | 524,5          | 91,1            | 8.646,1                                      | 594,9            | 530,9          | 64,0            | 91,4                   | 93,4          | 94,3               | 55,1            |
| Oct         | 9.159,6                                  | 635,5            | 578,8          | 56,7            | 8.720,0                                      | 629,7            | 561,6          | 68,1            | 91,3                   | 93,7          | 94,7               | 58,1            |
| Nov         | 9.227,1                                  | 556,0            | 491,2          | 64,8            | 8.758,2                                      | 536,4            | 490,1          | 46,3            | 91,5                   | 93,2          | 92,4               | 46,8            |
| Dic         | 9.191,9                                  | 520,5            | 551,9          | -31,5           | 8.683,9                                      | 502,5            | 555,6          | -53,0           | 91,6                   | 93,7          | 94,6               | -54,4           |
| 2004 Ene    | 9.263,9                                  | 738,2            | 664,1          | 74,1            | 8.776,3                                      | 730,5            | 643,5          | 87,0            | 91,5                   | 94,2          | 94,7               | 78,6            |
| Feb         | 9.340,9                                  | 698,9            | 622,2          | 76,8            | 8.853,5                                      | 686,0            | 605,1          | 80,8            | 91,6                   | 94,6          | 94,2               | 78,6            |
| Mar         | 9.457,6                                  | 716,8            | 599,6          | 117,1           | 8.947,3                                      | 671,8            | 587,7          | 84,1            | 91,3                   | 92,7          | 95,3               | 63,3            |
| Abr         | 9.483,7                                  | 648,6            | 624,3          | 24,2            | 9.015,0                                      | 648,5            | 586,9          | 61,6            | 91,2                   | 93,2          | 95,0               | 47,0            |
| May         | 9.583,3                                  | 648,9            | 549,5          | 99,4            | 9.097,7                                      | 630,7            | 543,5          | 87,3            | 91,2                   | 93,9          | 94,9               | 76,5            |
| Jun         | 9.688,2                                  | 709,2            | 603,2          | 106,0           | 9.161,2                                      | 662,7            | 599,2          | 63,5            | 91,2                   | 94,3          | 94,7               | 57,2            |
| Jul         | .  | .                | .              | .               | 9.204,5                                      | 695,9            | 653,1          | 42,8            | 91,1                   | 93,9          | 94,6               | 36,2            |
| Ago         | .  | .                | .              | .               | 9.221,4                                      | 608,2            | 588,5          | 19,6            | 91,2                   | 94,7          | 94,8               | 18,1            |
| Largo plazo |  |                  |                |                 |  |                  |                |                 |                        |               |                    |                 |
| 2003 Ago    | 8.154,8                                  | 86,4             | 75,8           | 10,7            | 7.734,4                                      | 79,0             | 69,9           | 9,1             | 91,2                   | 88,0          | 90,4               | 6,4             |
| Sep         | 8.231,3                                  | 179,8            | 102,5          | 77,3            | 7.786,3                                      | 173,4            | 102,6          | 70,8            | 91,4                   | 91,6          | 90,3               | 66,2            |
| Oct         | 8.286,2                                  | 179,2            | 125,5          | 53,7            | 7.839,0                                      | 168,3            | 120,4          | 47,8            | 91,3                   | 91,7          | 94,0               | 41,1            |
| Nov         | 8.337,6                                  | 143,4            | 93,3           | 50,1            | 7.875,3                                      | 136,5            | 90,3           | 46,2            | 91,5                   | 89,6          | 88,0               | 42,7            |
| Dic         | 8.332,4                                  | 119,3            | 119,5          | -0,2            | 7.851,9                                      | 112,1            | 113,6          | -1,5            | 91,6                   | 90,4          | 93,0               | -4,4            |
| 2004 Ene    | 8.391,1                                  | 195,5            | 136,4          | 59,2            | 7.900,6                                      | 178,1            | 137,9          | 40,3            | 91,6                   | 92,8          | 90,9               | 40,1            |
| Feb         | 8.477,4                                  | 193,9            | 108,6          | 85,3            | 7.984,3                                      | 183,1            | 98,3           | 84,9            | 91,7                   | 92,2          | 87,9               | 82,5            |
| Mar         | 8.547,6                                  | 213,1            | 142,0          | 71,1            | 8.058,2                                      | 189,1            | 123,7          | 65,4            | 91,4                   | 86,7          | 93,7               | 48,1            |
| Abr         | 8.589,0                                  | 163,4            | 123,8          | 39,6            | 8.109,0                                      | 155,4            | 110,2          | 45,3            | 91,3                   | 88,5          | 94,6               | 33,3            |
| May         | 8.690,7                                  | 174,4            | 72,1           | 102,4           | 8.193,3                                      | 156,5            | 67,7           | 88,8            | 91,3                   | 88,3          | 90,8               | 78,2            |
| Jun         | 8.773,5                                  | 202,7            | 122,0          | 80,8            | 8.262,3                                      | 179,8            | 114,4          | 65,4            | 91,3                   | 92,9          | 92,4               | 61,4            |
| Jul         | .  | .                | .              | .               | 8.299,4                                      | 174,4            | 138,3          | 36,1            | 91,2                   | 91,3          | 93,7               | 29,7            |
| Ago         | .  | .                | .              | .               | 8.319,0                                      | 79,6             | 58,4           | 21,2            | 91,2                   | 86,7          | 91,5               | 15,6            |

### 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)

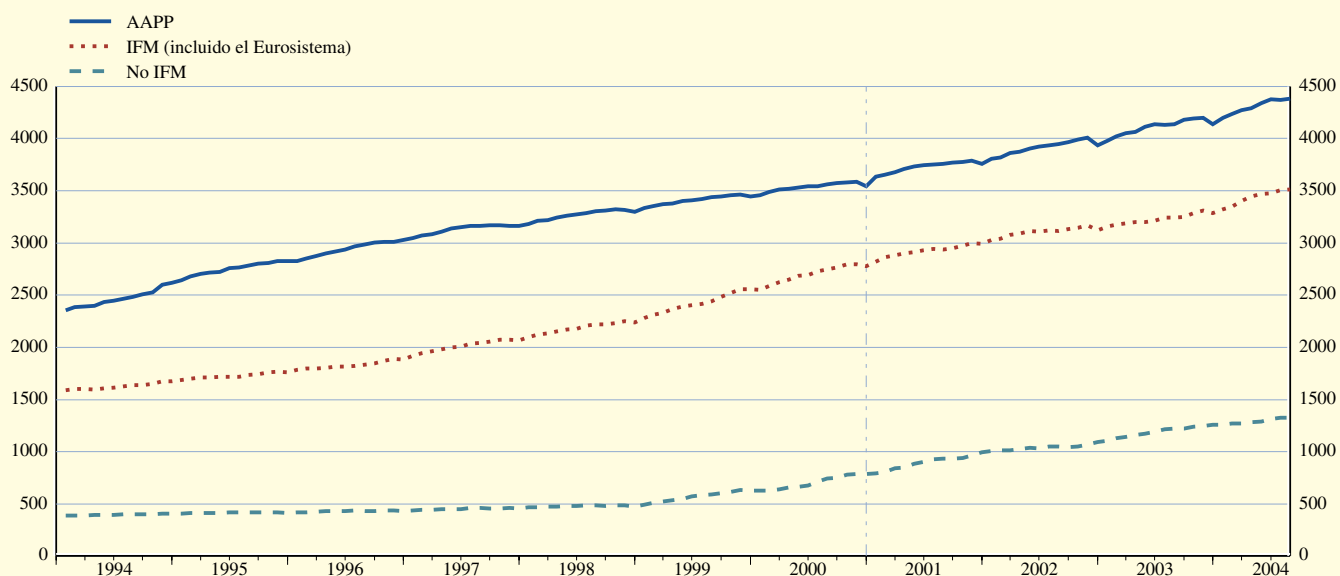
### 1. Saldos vivos

(fin de periodo)

|                    | Total   |                                  |   |                              |                                |               | De los cuales en euros (%) |                                  |   |                              |                                |               |
|--------------------|---------|----------------------------------|---|------------------------------|--------------------------------|---------------|----------------------------|----------------------------------|---|------------------------------|--------------------------------|---------------|
|                    | Total   | IFM<br>(incluido<br>Eurosistema) | No IFM  |                              | AAPP                           |               | Total                      | IFM<br>(incluido<br>Eurosistema) | No IFM  |                              | AAPP                           |               |
|                    |         |                                  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias | Sociedades<br>no financieras | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras<br>AAPP |                            |                                  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias | Sociedades<br>no financieras | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras<br>AAPP |
| 1                  | 2       | 3                                | 4   | 5                            | 6                              | 7             | 8                          | 9                                | 10  | 11                           | 12                             |               |
| <b>Total</b>       |         |                                  |   |                              |                                |               |                            |                                  |   |                              |                                |               |
| 2003 Ago           | 8.601,3 | 3.241,0                          | 641,9   | 579,0                        | 3.935,2                        | 204,3         | 91,3                       | 85,6                             | 85,2  | 87,6                         | 97,2                           | 95,4          |
| Sep                | 8.646,1 | 3.247,0                          | 650,1   | 570,4                        | 3.969,5                        | 209,0         | 91,4                       | 85,5                             | 86,2  | 87,8                         | 97,4                           | 95,5          |
| Oct                | 8.720,0 | 3.288,7                          | 661,4   | 576,0                        | 3.981,3                        | 212,6         | 91,3                       | 85,3                             | 86,6  | 87,6                         | 97,4                           | 95,5          |
| Nov                | 8.758,2 | 3.310,8                          | 669,2   | 577,2                        | 3.983,9                        | 217,1         | 91,5                       | 85,5                             | 86,9  | 87,9                         | 97,5                           | 95,6          |
| Dic                | 8.683,9 | 3.287,5                          | 683,7   | 575,8                        | 3.918,8                        | 218,1         | 91,6                       | 85,5                             | 87,8  | 88,0                         | 97,7                           | 95,4          |
| 2004 Ene           | 8.776,3 | 3.319,6                          | 684,9   | 575,1                        | 3.975,0                        | 221,8         | 91,5                       | 85,4                             | 87,7  | 87,6                         | 97,6                           | 95,5          |
| Feb                | 8.853,5 | 3.347,2                          | 693,6   | 578,4                        | 4.006,5                        | 227,9         | 91,6                       | 85,6                             | 88,0  | 87,6                         | 97,6                           | 95,6          |
| Mar                | 8.947,3 | 3.403,0                          | 695,9   | 575,9                        | 4.041,7                        | 230,8         | 91,3                       | 85,2                             | 87,9  | 87,4                         | 97,4                           | 95,5          |
| Abr                | 9.015,0 | 3.443,0                          | 702,1   | 578,1                        | 4.059,8                        | 232,0         | 91,2                       | 84,9                             | 87,9  | 87,3                         | 97,4                           | 95,4          |
| May                | 9.097,7 | 3.469,4                          | 701,8   | 586,4                        | 4.106,5                        | 233,6         | 91,2                       | 84,8                             | 88,2  | 87,3                         | 97,5                           | 95,6          |
| Jun                | 9.161,2 | 3.477,0                          | 721,3   | 589,4                        | 4.135,3                        | 238,1         | 91,2                       | 84,7                             | 88,7  | 87,1                         | 97,4                           | 95,5          |
| Jul                | 9.204,5 | 3.507,9                          | 731,5   | 596,8                        | 4.131,3                        | 237,0         | 91,1                       | 84,6                             | 88,7  | 86,8                         | 97,5                           | 95,5          |
| Ago                | 9.221,4 | 3.515,2                          | 733,1   | 592,7                        | 4.142,1                        | 238,3         | 91,2                       | 84,6                             | 88,9  | 86,9                         | 97,5                           | 95,5          |
| <b>Largo plazo</b> |         |                                  |   |                              |                                |               |                            |                                  |   |                              |                                |               |
| 2003 Ago           | 7.734,4 | 2.878,9                          | 633,1   | 477,2                        | 3.544,8                        | 200,4         | 91,2                       | 85,9                             | 85,0  | 86,1                         | 97,1                           | 95,5          |
| Sep                | 7.786,3 | 2.890,3                          | 641,9   | 472,5                        | 3.576,1                        | 205,5         | 91,4                       | 85,9                             | 86,1  | 86,4                         | 97,2                           | 95,7          |
| Oct                | 7.839,0 | 2.922,8                          | 653,3   | 475,9                        | 3.577,8                        | 209,2         | 91,3                       | 85,7                             | 86,4  | 86,2                         | 97,3                           | 95,6          |
| Nov                | 7.875,3 | 2.937,3                          | 660,8   | 479,7                        | 3.583,8                        | 213,7         | 91,5                       | 85,8                             | 86,8  | 86,6                         | 97,4                           | 95,8          |
| Dic                | 7.851,9 | 2.927,4                          | 674,7   | 483,4                        | 3.551,9                        | 214,6         | 91,6                       | 86,0                             | 87,6  | 86,9                         | 97,5                           | 95,5          |
| 2004 Ene           | 7.900,6 | 2.941,8                          | 676,2   | 478,7                        | 3.586,3                        | 217,7         | 91,6                       | 85,9                             | 87,5  | 86,3                         | 97,5                           | 95,6          |
| Feb                | 7.984,3 | 2.977,2                          | 685,4   | 481,5                        | 3.616,7                        | 223,5         | 91,7                       | 86,0                             | 87,9  | 86,3                         | 97,5                           | 95,7          |
| Mar                | 8.058,2 | 3.028,9                          | 688,0   | 475,4                        | 3.639,0                        | 226,8         | 91,4                       | 85,7                             | 87,7  | 85,8                         | 97,3                           | 95,7          |
| Abr                | 8.109,0 | 3.059,4                          | 693,8   | 471,0                        | 3.657,3                        | 227,5         | 91,3                       | 85,4                             | 87,8  | 85,5                         | 97,3                           | 95,6          |
| May                | 8.193,3 | 3.091,4                          | 693,6   | 478,2                        | 3.701,2                        | 228,8         | 91,3                       | 85,2                             | 88,1  | 85,6                         | 97,4                           | 95,7          |
| Jun                | 8.262,3 | 3.098,9                          | 713,1   | 483,3                        | 3.733,8                        | 233,2         | 91,3                       | 85,2                             | 88,5  | 85,4                         | 97,3                           | 95,8          |
| Jul                | 8.299,4 | 3.122,9                          | 723,2   | 491,7                        | 3.729,9                        | 231,8         | 91,2                       | 85,0                             | 88,7  | 85,1                         | 97,4                           | 95,8          |
| Ago                | 8.319,0 | 3.132,7                          | 724,2   | 488,9                        | 3.740,1                        | 233,1         | 91,2                       | 84,9                             | 88,8  | 85,1                         | 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)

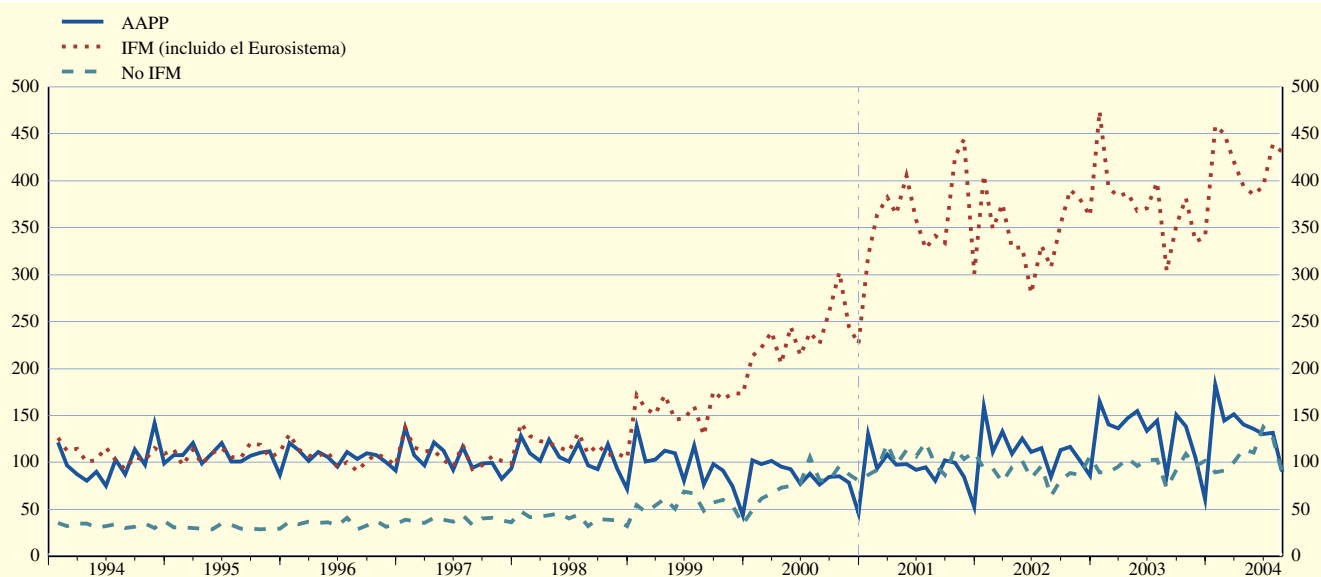
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

|             | Total |                                  |   |                              |                                |               | De los cuales en euros (%) |                                  |   |                              |                                |               |
|-------------|-------|----------------------------------|---|------------------------------|--------------------------------|---------------|----------------------------|----------------------------------|---|------------------------------|--------------------------------|---------------|
|             | Total | IFM<br>(incluido<br>Eurosistema) | No IFM  |                              | AAPP                           |               | Total                      | IFM<br>(incluido<br>Eurosistema) | No IFM  |                              | AAPP                           |               |
|             |       |                                  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias | Sociedades<br>no financieras | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras<br>AAPP |                            |                                  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias | Sociedades<br>no financieras | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras<br>AAPP |
| 1           | 2     | 3                                | 4   | 5                            | 6                              | 7             | 8                          | 9                                | 10  | 11                           | 12                             |               |
| Total       |       |                                  |   |                              |                                |               |                            |                                  |   |                              |                                |               |
| 2003 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         | 502,5 | 340,1                            | 28,2  | 73,2                         | 55,5                           | 5,6           | 93,7                       | 92,6                             | 97,1  | 94,6                         | 99,3                           | 79,8          |
| 2004 Ene    | 730,5 | 458,5                            | 8,5   | 80,8                         | 173,6                          | 9,2           | 94,2                       | 92,9                             | 90,8  | 95,8                         | 97,1                           | 97,4          |
| Feb         | 686,0 | 449,9                            | 18,3  | 73,2                         | 136,1                          | 8,5           | 94,6                       | 93,3                             | 95,8  | 96,1                         | 97,5                           | 97,8          |
| Mar         | 671,8 | 420,1                            | 10,9  | 89,5                         | 143,2                          | 8,0           | 92,7                       | 90,9                             | 89,5  | 97,1                         | 95,5                           | 94,1          |
| Abr         | 648,5 | 394,3                            | 19,9  | 94,0                         | 134,9                          | 5,3           | 93,2                       | 90,8                             | 92,9  | 96,8                         | 97,6                           | 97,2          |
| May         | 630,7 | 384,5                            | 9,9   | 100,7                        | 130,5                          | 5,2           | 93,9                       | 91,8                             | 89,3  | 97,1                         | 98,0                           | 97,9          |
| Jun         | 662,7 | 394,2                            | 33,5  | 104,4                        | 122,1                          | 8,5           | 94,3                       | 92,6                             | 98,0  | 95,7                         | 97,6                           | 94,5          |
| Jul         | 695,9 | 438,6                            | 24,4  | 101,6                        | 127,5                          | 3,8           | 93,9                       | 92,6                             | 92,2  | 94,9                         | 98,0                           | 92,1          |
| Ago         | 608,2 | 430,6                            | 10,7  | 77,0                         | 85,8                           | 4,0           | 94,7                       | 93,7                             | 87,5  | 97,2                         | 97,9                           | 98,4          |
| Largo plazo |       |                                  |   |                              |                                |               |                            |                                  |   |                              |                                |               |
| 2003 Ago    | 79,0  | 44,8                             | 6,1   | 3,5                          | 23,0                           | 1,6           | 88,0                       | 82,4                             | 88,4  | 98,6                         | 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         | 112,1 | 63,0                             | 24,9  | 9,6                          | 11,4                           | 3,2           | 90,4                       | 88,5                             | 97,6  | 81,5                         | 98,6                           | 68,1          |
| 2004 Ene    | 178,1 | 72,4                             | 5,0   | 7,4                          | 86,9                           | 6,3           | 92,8                       | 87,4                             | 88,7  | 80,7                         | 98,2                           | 99,4          |
| Feb         | 183,1 | 85,7                             | 15,0  | 6,2                          | 70,2                           | 6,0           | 92,2                       | 86,5                             | 96,0  | 88,5                         | 98,2                           | 99,0          |
| Mar         | 189,1 | 98,5                             | 8,1   | 5,0                          | 72,0                           | 5,6           | 86,7                       | 79,5                             | 88,2  | 92,3                         | 95,4                           | 95,7          |
| Abr         | 155,4 | 69,3                             | 15,9  | 4,8                          | 63,0                           | 2,5           | 88,5                       | 79,3                             | 93,8  | 78,3                         | 97,5                           | 100,0         |
| May         | 156,5 | 68,1                             | 6,7   | 9,4                          | 69,7                           | 2,7           | 89,3                       | 79,9                             | 86,4  | 85,3                         | 98,8                           | 99,6          |
| Jun         | 179,8 | 66,7                             | 29,8  | 14,4                         | 63,5                           | 5,5           | 92,9                       | 88,2                             | 98,0  | 82,0                         | 97,4                           | 99,1          |
| Jul         | 174,4 | 71,4                             | 20,8  | 17,9                         | 62,9                           | 1,4           | 91,3                       | 85,9                             | 93,2  | 85,4                         | 98,3                           | 100,0         |
| Ago         | 79,6  | 40,5                             | 6,9   | 2,2                          | 28,5                           | 1,5           | 86,7                       | 79,3                             | 83,5  | 79,4                         | 98,0                           | 95,8          |

#### C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.



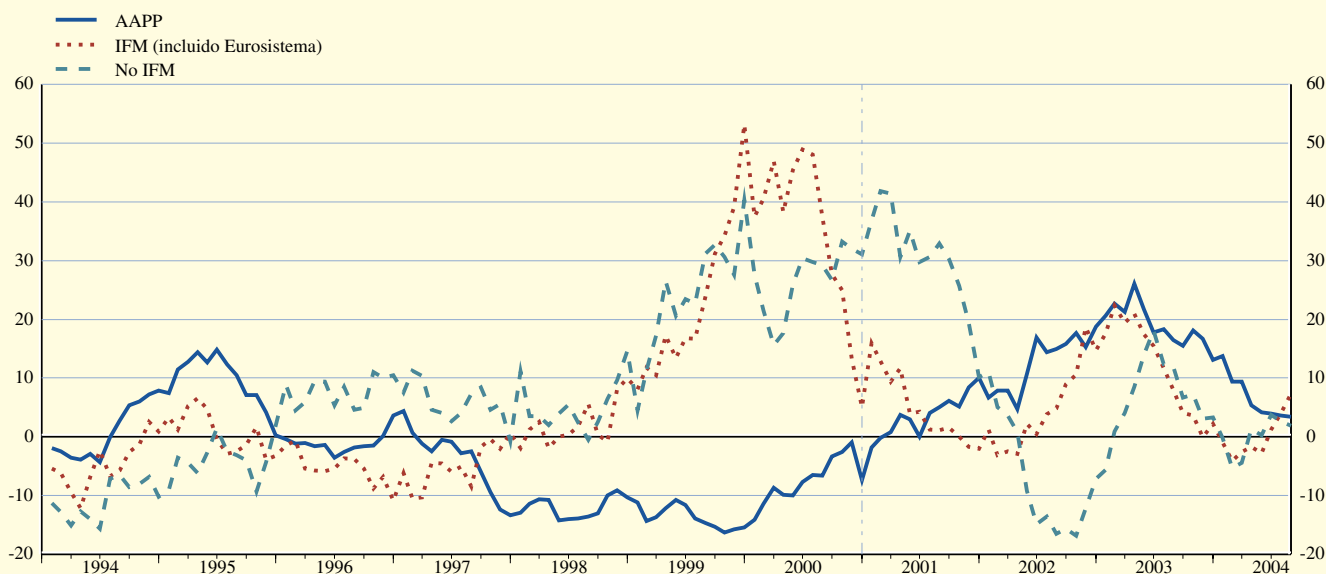
### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(tasas de variación)

|                      | Total |                           |                                     |        |   |                              |       |                                |               |       |                           |  |        |   |
|----------------------|-------|---------------------------|-------------------------------------|--------|---|------------------------------|-------|--------------------------------|---------------|-------|---------------------------|--|--------|---|
|                      | Total |                           | IFM<br>(incluido el<br>Eurosistema) | No IFM |   |                              | AAPP  |                                |               | Total |                           | IFM<br>(incluido el<br>Euro-<br>sistema) | No IFM |   |
|                      | Total | Índice<br>Dic 01<br>= 100 |                                     | Total  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias | Sociedades<br>no financieras | Total | Adminis-<br>tración<br>Central | Otras<br>AAPP | Total | Índice<br>Dic 01<br>= 100 |  | Total  | Instituciones<br>financieras<br>no monetarias |
| 1                    | 2     | 3                         | 4                                   | 5      | 6   | 7                            | 8     | 9                              | 10            | 11    | 12                        | 13                                       | 14     |   |
| En todas las monedas |       |                           |                                     |        |   |                              |       |                                |               |       |                           |  |        |   |
| 2003 Ago             | 6,8   | 112,5                     | 4,7                                 | 19,5   | 28,1  | 11,2                         | 5,1   | 4,4                            | 21,0          | 12,2  | 126,3                     | 8,0                                      | 11,9   | 18,3  |
| Sep                  | 7,0   | 113,3                     | 4,6                                 | 18,7   | 28,6  | 9,1                          | 5,7   | 4,9                            | 23,3          | 9,4   | 125,3                     | 4,1                                      | 6,7    | 16,7  |
| Oct                  | 7,2   | 114,2                     | 5,5                                 | 19,5   | 29,1  | 10,2                         | 5,4   | 4,6                            | 21,4          | 10,3  | 128,3                     | 3,6                                      | 7,2    | 13,7  |
| Nov                  | 7,0   | 114,8                     | 5,3                                 | 19,0   | 27,8  | 10,1                         | 5,2   | 4,4                            | 23,0          | 7,3   | 128,3                     | -0,1                                     | 3,1    | 9,7   |
| Dic                  | 7,4   | 114,1                     | 6,2                                 | 17,3   | 23,6  | 10,6                         | 5,5   | 4,7                            | 22,2          | 6,9   | 120,8                     | 2,2                                      | 3,3    | 20,5  |
| 2004 Ene             | 7,1   | 115,3                     | 5,9                                 | 15,4   | 23,2  | 7,4                          | 5,7   | 4,9                            | 21,8          | 5,2   | 127,6                     | -0,9                                     | -0,2   | 16,6  |
| Feb                  | 7,0   | 116,3                     | 6,2                                 | 14,2   | 21,7  | 6,4                          | 5,6   | 4,9                            | 21,0          | 1,4   | 127,0                     | -4,1                                     | -5,3   | -8,0  |
| Mar                  | 7,2   | 117,4                     | 7,4                                 | 12,1   | 19,8  | 3,9                          | 5,6   | 4,9                            | 20,6          | 2,3   | 129,7                     | -2,6                                     | -4,4   | -15,0   |
| Abr                  | 7,2   | 118,3                     | 7,9                                 | 10,6   | 17,8  | 3,1                          | 5,6   | 5,0                            | 18,7          | 1,7   | 132,1                     | -1,8                                     | 1,3    | -5,9  |
| May                  | 7,2   | 119,4                     | 8,3                                 | 9,9    | 16,7  | 2,7                          | 5,5   | 4,9                            | 17,6          | 0,7   | 131,9                     | -2,8                                     | 0,3    | -5,8  |
| Jun                  | 7,4   | 120,2                     | 8,4                                 | 10,4   | 17,0  | 3,2                          | 5,8   | 5,2                            | 17,4          | 2,8   | 131,6                     | 1,3                                      | 3,7    | -7,1  |
| Jul                  | 7,4   | 120,8                     | 8,4                                 | 10,0   | 15,1  | 4,3                          | 5,7   | 5,2                            | 16,0          | 3,6   | 132,6                     | 4,0                                      | 2,7    | -6,9  |
| Ago                  | 7,6   | 121,1                     | 8,9                                 | 9,6    | 15,2  | 3,4                          | 6,0   | 5,5                            | 16,9          | 4,8   | 132,4                     | 7,3                                      | 1,9    | 0,6   |
| En euros             |       |                           |                                     |        |   |                              |       |                                |               |       |                           |  |        |   |
| 2003 Ago             | 6,5   | 112,0                     | 3,7                                 | 22,9   | 34,5  | 12,5                         | 4,9   | 4,2                            | 19,5          | 14,8  | 130,5                     | 13,5                                     | 11,1   | 18,4  |
| Sep                  | 6,7   | 112,8                     | 3,3                                 | 22,2   | 35,3  | 10,2                         | 5,5   | 4,8                            | 21,8          | 11,5  | 128,7                     | 8,5                                      | 5,9    | 16,7  |
| Oct                  | 7,0   | 113,6                     | 4,2                                 | 23,2   | 36,3  | 11,0                         | 5,3   | 4,6                            | 20,8          | 12,5  | 131,5                     | 7,7                                      | 6,8    | 14,1  |
| Nov                  | 6,8   | 114,3                     | 4,2                                 | 22,2   | 34,2  | 10,9                         | 5,1   | 4,3                            | 22,3          | 9,3   | 132,2                     | 3,1                                      | 2,3    | 9,4   |
| Dic                  | 7,1   | 113,5                     | 5,0                                 | 19,7   | 27,7  | 11,4                         | 5,5   | 4,7                            | 21,2          | 8,8   | 124,0                     | 5,6                                      | 2,9    | 18,9  |
| 2004 Ene             | 6,9   | 114,6                     | 4,9                                 | 17,4   | 27,2  | 7,5                          | 5,7   | 5,0                            | 21,1          | 5,9   | 130,3                     | -0,5                                     | -0,9   | 16,3  |
| Feb                  | 7,0   | 115,7                     | 5,4                                 | 16,4   | 26,2  | 6,4                          | 5,8   | 5,1                            | 20,4          | 2,0   | 129,6                     | -3,7                                     | -5,7   | -8,5  |
| Mar                  | 6,9   | 116,6                     | 6,4                                 | 13,7   | 23,9  | 3,3                          | 5,6   | 4,9                            | 19,8          | 2,7   | 132,1                     | -2,2                                     | -4,7   | -16,0   |
| Abr                  | 6,8   | 117,3                     | 6,6                                 | 12,1   | 21,5  | 2,4                          | 5,6   | 5,0                            | 18,2          | 1,4   | 134,3                     | -2,9                                     | 1,2    | -8,2  |
| May                  | 6,7   | 118,4                     | 6,8                                 | 11,4   | 20,5  | 2,1                          | 5,5   | 4,9                            | 17,5          | 0,6   | 134,0                     | -3,5                                     | 0,0    | -6,6  |
| Jun                  | 7,0   | 119,2                     | 6,9                                 | 11,7   | 20,8  | 2,1                          | 5,8   | 5,3                            | 17,1          | 2,3   | 133,4                     | -0,1                                     | 4,0    | -7,2  |
| Jul                  | 7,0   | 119,7                     | 6,9                                 | 11,4   | 19,2  | 3,0                          | 5,9   | 5,3                            | 15,9          | 2,7   | 134,4                     | 1,7                                      | 2,4    | -9,3  |
| Ago                  | 7,1   | 120,0                     | 7,2                                 | 11,0   | 19,2  | 2,1                          | 6,1   | 5,6                            | 16,9          | 3,3   | 134,8                     | 3,9                                      | 2,3    | -2,0  |

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

(tasas de variación)



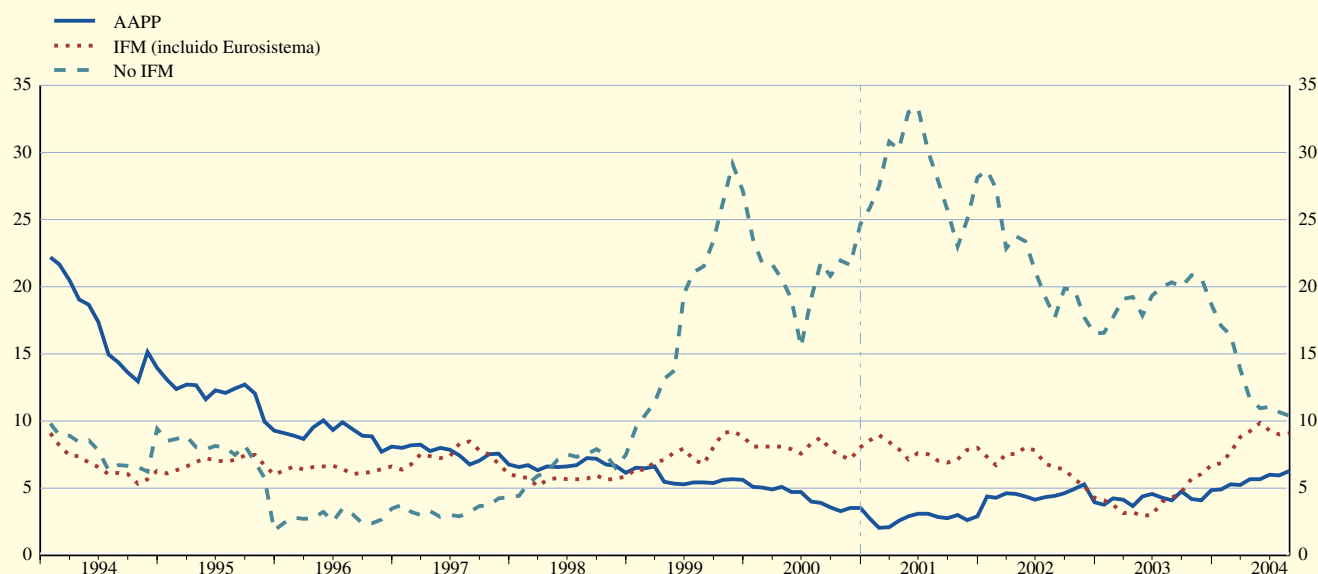
Fuente: BCE.

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 euro<sup>1)</sup> (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      |       |                        |            |               |                     |                               |        |   |                           |       |                        |            |          |
| 11,3                      | 16,5  | 16,7                   | 2,5        | 6,2           | 111,1               | 4,3                           | 20,3   | 28,3                                    | 11,2                      | 4,1   | 3,2                    | 21,4       | 2003 Ago |
| 5,9                       | 15,5  | 15,5                   | 14,5       | 6,7           | 112,1               | 4,7                           | 20,0   | 28,8                                    | 9,8                       | 4,7   | 3,8                    | 23,4       | Sep      |
| 6,7                       | 18,1  | 18,3                   | -2,9       | 6,9           | 112,8               | 5,7                           | 20,8   | 29,3                                    | 10,9                      | 4,2   | 3,3                    | 21,9       | Oct      |
| 2,5                       | 16,7  | 17,0                   | -3,7       | 7,0           | 113,5               | 6,0                           | 20,7   | 28,1                                    | 11,8                      | 4,1   | 3,2                    | 23,5       | Nov      |
| 1,8                       | 13,1  | 13,3                   | -5,6       | 7,4           | 113,5               | 6,7                           | 18,7   | 23,6                                    | 12,4                      | 4,8   | 3,9                    | 22,8       | Dic      |
| -1,4                      | 13,8  | 13,6                   | 31,3       | 7,3           | 114,0               | 6,9                           | 17,1   | 23,2                                    | 9,4                       | 4,9   | 4,0                    | 21,6       | 2004 Ene |
| -5,1                      | 9,4   | 9,2                    | 21,1       | 7,7           | 115,3               | 7,7                           | 16,4   | 22,2                                    | 9,0                       | 5,3   | 4,4                    | 21,0       | Feb      |
| -3,5                      | 9,4   | 9,4                    | 9,6        | 7,7           | 116,2               | 8,8                           | 13,9   | 20,3                                    | 5,7                       | 5,2   | 4,4                    | 20,8       | Mar      |
| 2,0                       | 5,4   | 5,2                    | 22,5       | 7,8           | 116,9               | 9,2                           | 11,7   | 18,1                                    | 3,3                       | 5,7   | 5,0                    | 18,6       | Abr      |
| 0,8                       | 4,2   | 4,1                    | 18,1       | 7,9           | 118,2               | 9,8                           | 10,9   | 17,0                                    | 3,2                       | 5,6   | 5,0                    | 17,6       | May      |
| 4,7                       | 4,0   | 3,8                    | 24,1       | 7,9           | 119,1               | 9,3                           | 11,0   | 17,3                                    | 2,9                       | 6,0   | 5,4                    | 17,2       | Jun      |
| 3,5                       | 3,6   | 3,4                    | 19,0       | 7,8           | 119,6               | 9,0                           | 10,7   | 15,4                                    | 4,4                       | 6,0   | 5,4                    | 15,9       | Jul      |
| 2,0                       | 3,4   | 3,0                    | 37,0       | 7,9           | 119,9               | 9,1                           | 10,4   | 15,4                                    | 3,7                       | 6,3   | 5,7                    | 16,5       | Ago      |
| En euros                  |       |                        |            |               |                     |                               |        |   |                           |       |                        |            |          |
| 10,5                      | 16,8  | 17,0                   | 1,1        | 5,7           | 110,2               | 2,5                           | 24,4   | 34,8                                    | 12,9                      | 3,7   | 3,0                    | 19,9       | 2003 Ago |
| 5,0                       | 15,4  | 15,4                   | 14,5       | 6,1           | 111,2               | 2,7                           | 24,2   | 35,7                                    | 11,4                      | 4,5   | 3,7                    | 21,9       | Sep      |
| 6,2                       | 18,1  | 18,3                   | -5,1       | 6,4           | 111,9               | 3,8                           | 25,2   | 36,7                                    | 12,2                      | 4,0   | 3,2                    | 21,2       | Oct      |
| 1,7                       | 16,9  | 17,1                   | -7,0       | 6,5           | 112,5               | 4,3                           | 24,7   | 34,6                                    | 13,2                      | 4,0   | 3,1                    | 22,9       | Nov      |
| 1,5                       | 13,3  | 13,5                   | -4,7       | 6,9           | 112,5               | 5,0                           | 21,5   | 27,8                                    | 13,7                      | 4,7   | 3,9                    | 21,7       | Dic      |
| -2,3                      | 13,9  | 13,7                   | 40,2       | 7,0           | 113,1               | 5,6                           | 19,6   | 27,3                                    | 10,0                      | 4,9   | 4,1                    | 20,8       | 2004 Ene |
| -5,5                      | 9,3   | 9,2                    | 23,3       | 7,5           | 114,4               | 6,5                           | 19,1   | 26,8                                    | 9,4                       | 5,4   | 4,6                    | 20,3       | Feb      |
| -3,7                      | 9,0   | 9,1                    | 4,1        | 7,4           | 115,1               | 7,5                           | 16,0   | 24,7                                    | 5,1                       | 5,3   | 4,5                    | 20,0       | Mar      |
| 2,0                       | 5,2   | 5,0                    | 18,4       | 7,4           | 115,7               | 7,8                           | 13,4   | 22,0                                    | 2,5                       | 5,6   | 5,0                    | 18,2       | Abr      |
| 0,6                       | 4,1   | 4,0                    | 20,8       | 7,5           | 116,9               | 8,1                           | 12,8   | 20,9                                    | 2,5                       | 5,7   | 5,0                    | 17,4       | May      |
| 5,0                       | 3,7   | 3,6                    | 19,8       | 7,5           | 117,8               | 7,8                           | 12,5   | 21,3                                    | 1,4                       | 6,1   | 5,4                    | 17,1       | Jun      |
| 3,4                       | 3,5   | 3,4                    | 14,6       | 7,5           | 118,3               | 7,5                           | 12,4   | 19,6                                    | 3,0                       | 6,1   | 5,6                    | 16,0       | Jul      |
| 2,7                       | 3,1   | 2,9                    | 33,1       | 7,6           | 118,6               | 7,6                           | 11,9   | 19,5                                    | 1,9                       | 6,4   | 5,9                    | 16,6       | Ago      |

**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 euro<sup>1)</sup>

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

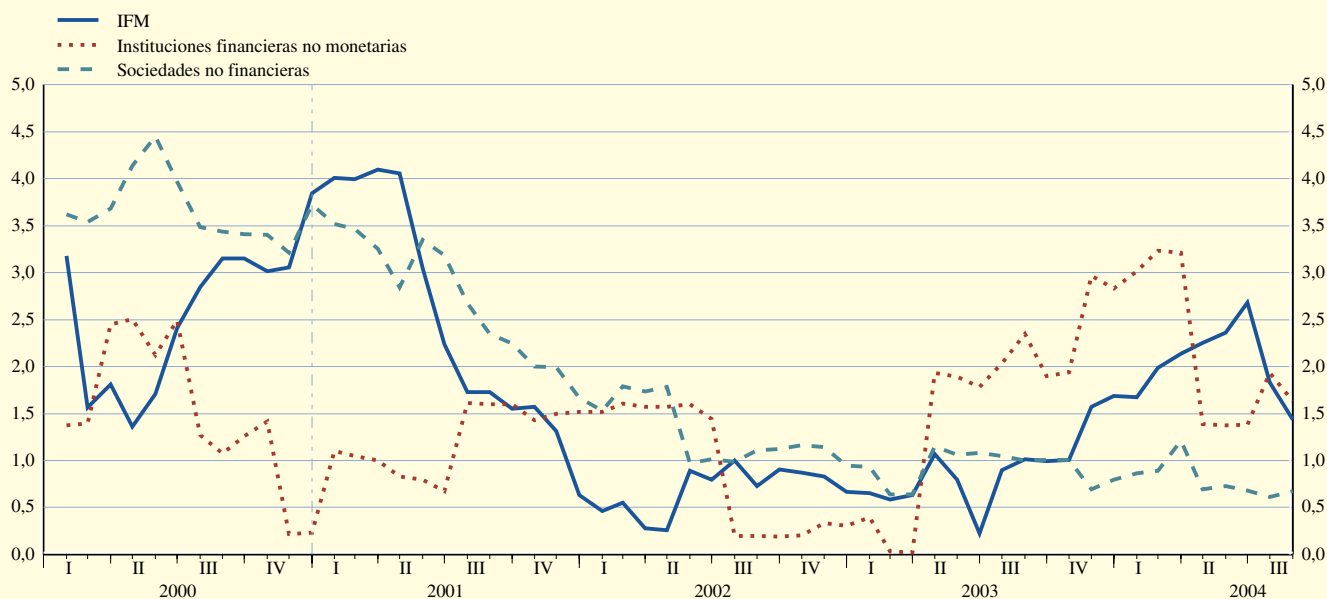
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

|          | Total   |                         |                                     | IFM   |                                     | Instituciones financieras no monetarias |                                     | Sociedades no financieras |                                     |
|----------|---------|-------------------------|-------------------------------------|-------|-------------------------------------|---|-------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|
|          | Total   | Índice Dic 01 = 100 (%) | Tasas de crecimiento 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 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                   | 1,0                                 |
| Ago      | 3.413,3 | 101,7                   | 1,1                                 | 506,5 | 1,0                                 | 325,5                                   | 2,3                                 | 2.581,3                   | 1,0                                 |
| Sep      | 3.276,6 | 101,7                   | 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      | 3.790,0 | 102,6                   | 1,1                                 | 582,5 | 2,7                                 | 362,0                                   | 1,4                                 | 2.845,6                   | 0,7                                 |
| Jul      | 3.679,7 | 102,6                   | 0,9                                 | 562,3 | 1,8                                 | 354,0                                   | 1,9                                 | 2.763,4                   | 0,6                                 |
| Ago      | 3.673,7 | 102,6                   | 0,9                                 | 562,5 | 1,4                                 | 353,1                                   | 1,6                                 | 2.758,1                   | 0,7                                 |

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

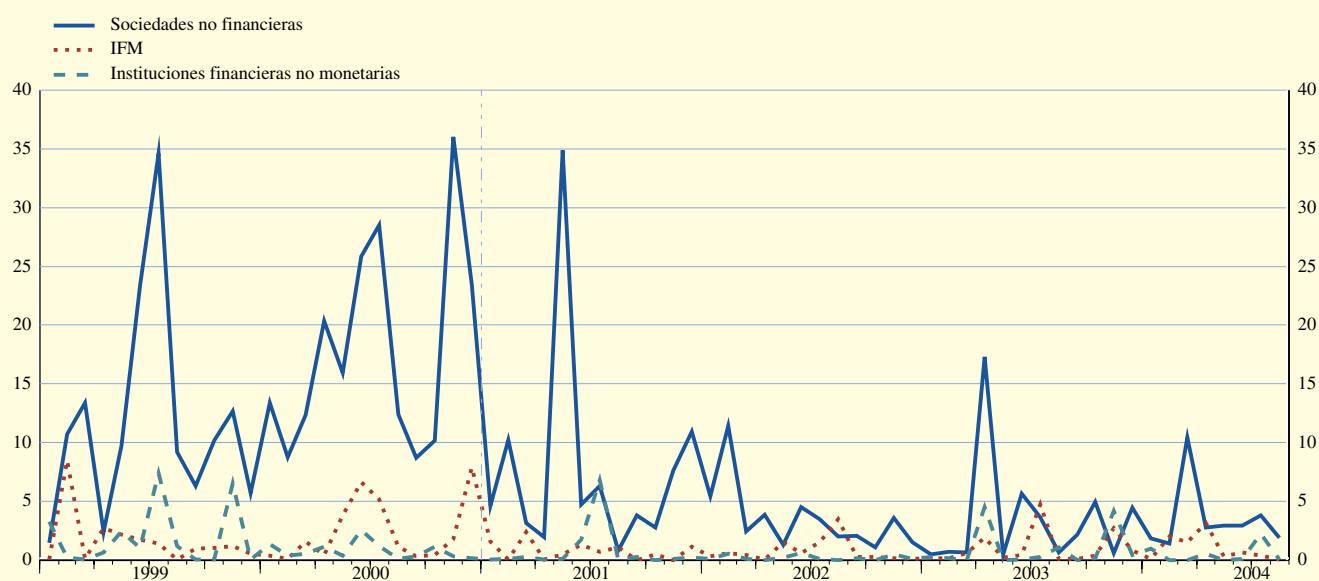
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

|          | Total                    |                          |                         | IFM                      |                          |                         | Instituciones financieras no monetarias |                          |                         | Sociedades no financieras |                           |                          |
|----------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|---|--------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|
|          | Emisiones<br>brutas<br>1 | Amorti-<br>zaciones<br>2 | Emisiones<br>netas<br>3 | Emisiones<br>brutas<br>4 | Amorti-<br>zaciones<br>5 | Emisiones<br>netas<br>6 | Emisiones<br>brutas<br>7                | Amorti-<br>zaciones<br>8 | Emisiones<br>netas<br>9 | Emisiones<br>brutas<br>10 | Amorti-<br>zaciones<br>11 | Emisiones<br>netas<br>12 |
| 2002 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      | 3,7                      | 2,1                      | 1,6                     | 0,7                      | 1,6                      | -1,0                    | 0,1                                     | 0,0                      | 0,1                     | 2,9                       | 0,4                       | 2,5                      |
| Jul      | 6,4                      | 3,6                      | 2,8                     | 0,4                      | 0,0                      | 0,4                     | 2,2                                     | 0,0                      | 2,2                     | 3,8                       | 3,6                       | 0,2                      |
| Ago      | 2,0                      | 2,9                      | -0,9                    | 0,1                      | 2,2                      | -2,1                    | 0,0                                     | 0,0                      | 0,0                     | 1,9                       | 0,7                       | 1,2                      |

#### 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 <sup>1)</sup> | A plazo     |                             |               | Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup> |                | A la vista <sup>1)</sup>                   | A plazo     |                             |               |                     |
|          |                          | Hasta 1 año | Más de 1 año y hasta 2 años | Más de 2 años | Hasta 3 meses                             | Más de 3 meses |  | Hasta 1 año | Más de 1 año y hasta 2 años | Más de 2 años |                     |
|          | 1                        | 2           | 3                           | 4             | 5   | 6              | 7  | 8           | 9                           | 10            | 11                  |
| 2003 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        | 2,22                        | 2,53          | 1,99                                      | 2,55           | 0,86                                       | 1,99        | 2,59                        | 4,00          | 1,99                |
| Ago      | 0,71                     | 1,91        | 2,19                        | 2,66          | 2,00                                      | 2,53           | 0,87                                       | 1,99        | 2,36                        | 3,99          | 1,98                |

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

|          | Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup> | Crédito al consumo                 |                         |               |                                      | Préstamos para adquisición de vivienda |                         |                          |                | Otros fines por fijación inicial del tipo |                                     |                         |               |
|----------|--------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|---------------|--------------------------------------|--|-------------------------|--------------------------|----------------|---|-------------------------------------|-------------------------|---------------|
|          |                                      | Por fijación inicial del tipo      |                         |               | Tasa anual equivalente <sup>3)</sup> | Por fijación inicial del tipo          |                         |                          |                | Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>      | Sin fijación del tipo y hasta 1 año | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años |
|          |                                      | Sin fijación de tipo y hasta 1 año | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años |                                      | Sin fijación de tipo y hasta 1 año     | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 y hasta 10 años | Más de 10 años |   |                                     |                         |               |
|          | 1                                    | 2                                  | 3                       | 4             | 5                                    | 6                                      | 7                       | 8                        | 9              | 10  | 11                                  | 12                      | 13            |
| 2003 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                                   | 4,30                    | 5,02                     | 4,92           | 4,49                                      | 4,05                                | 5,12                    | 5,16          |
| Feb      | 9,81                                 | 7,43                               | 6,91                    | 8,44          | 8,16                                 | 3,55                                   | 4,23                    | 4,97                     | 4,84           | 4,35                                      | 4,10                                | 5,07                    | 5,05          |
| Mar      | 9,71                                 | 7,34                               | 6,80                    | 8,28          | 8,01                                 | 3,47                                   | 4,13                    | 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                                   | 4,05                    | 4,78                     | 4,68           | 4,27                                      | 3,86                                | 4,89                    | 4,92          |
| May      | 9,68                                 | 7,30                               | 6,69                    | 8,17          | 7,92                                 | 3,40                                   | 4,04                    | 4,75                     | 4,61           | 4,21                                      | 4,11                                | 4,81                    | 4,93          |
| Jun      | 9,56                                 | 7,11                               | 6,66                    | 8,34          | 7,94                                 | 3,42                                   | 4,12                    | 4,81                     | 4,69           | 4,21                                      | 3,93                                | 4,94                    | 5,01          |
| Jul      | 9,57                                 | 7,19                               | 6,86                    | 8,47          | 8,08                                 | 3,47                                   | 4,16                    | 4,81                     | 4,69           | 4,22                                      | 4,03                                | 4,92                    | 5,02          |
| Ago      | 9,62                                 | 7,67                               | 6,89                    | 8,54          | 8,26                                 | 3,50                                   | 4,19                    | 4,86                     | 4,65           | 4,34                                      | 3,91                                | 5,07                    | 5,02          |

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

|          | Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup> | Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo |                         |               | Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo |                         |               |      |
|----------|--------------------------------------|---|-------------------------|---------------|--|-------------------------|---------------|------|
|          |                                      | Sin fijación de tipo y hasta 1 año                                    | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años | Sin fijación de tipo y hasta 1 año   | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años |      |
|          |                                      | 1   | 2                       | 3             | 4  | 5                       | 6             | 7    |
| 2003 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                    | 4,57          | 4,57   | 2,94                    | 3,30          | 4,24 |
| Jun      |                                      | 5,46  | 3,96                    | 4,76          | 4,71   | 3,02                    | 3,26          | 4,08 |
| Jul      |                                      | 5,36  | 4,02                    | 4,86          | 4,65   | 3,02                    | 3,28          | 4,25 |
| Ago      |                                      | 5,36  | 4,06                    | 4,89          | 4,73   | 2,99                    | 3,12          | 4,30 |

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)**

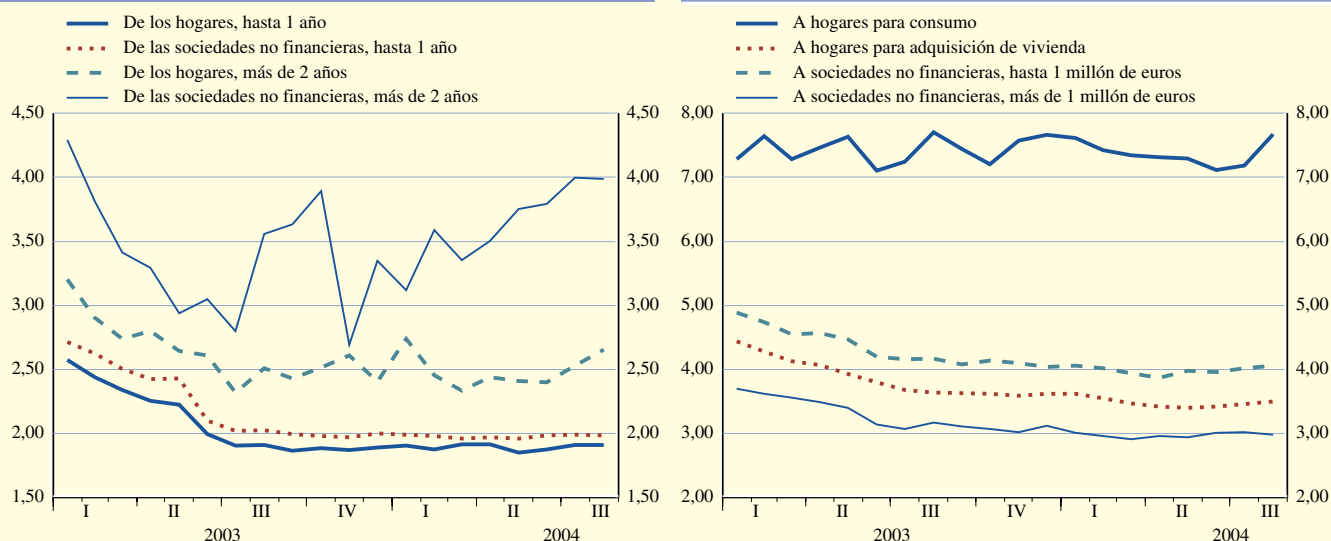
|          | Depósitos de los hogares |              |               |  |                | Depósitos de las sociedades no financieras |              |               |      | Cesiones temporales |
|----------|--------------------------|--------------|---------------|--|----------------|--|--------------|---------------|------|---------------------|
|          | A la vista <sup>1)</sup> | A plazo      |               | Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup> |                | A la vista <sup>1)</sup>                   | 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 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         | 4,28          | 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         | 4,17          | 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           | 0,86                                       | 2,10         | 4,10          | 1,96 |                     |
| Ago      | 0,71                     | 1,89         | 3,22          | 2,00                                       | 2,53           | 0,87                                       | 2,13         | 4,02          | 1,97 |                     |

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

|          | Préstamos a hogares                                       |                         |               |   |                         |               | Préstamos a sociedades no financieras |                         |               |
|----------|---|-------------------------|---------------|---|-------------------------|---------------|---------------------------------------|-------------------------|---------------|
|          | Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo |                         |               | Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo |                         |               | Detalle por plazo                     |                         |               |
|          | Hasta 1 año   | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años | Hasta 1 año   | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años | Hasta 1 año                           | Más de 1 y hasta 5 años | Más de 5 años |
| 2003 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                    | 4,66          |
| 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          | 7,94  | 6,98                    | 5,76          | 4,48                                  | 3,88                    | 4,50          |
| Ago      | 4,88  | 4,58                    | 4,91          | 7,94  | 6,95                    | 5,77          | 4,46                                  | 3,85                    | 4,48          |

**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.

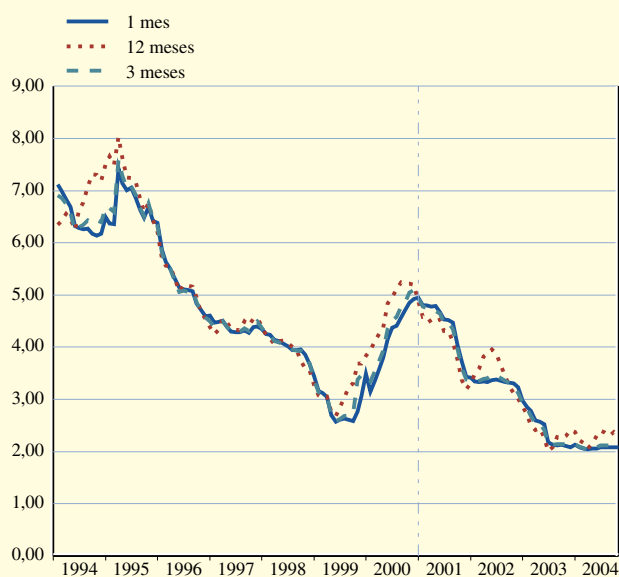
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

|          | Zona del euro <sup>1)</sup>            |  |  |  |   | Estados Unidos                           | Japón                                    |
|----------|--|--|--|--|---|--|--|
|          | Depósitos a 1 día (EONIA) <sup>1</sup> | Depósitos a 1 mes (EURIBOR) <sup>2</sup> | Depósitos a 3 meses (EURIBOR) <sup>3</sup> | Depósitos a 6 meses (EURIBOR) <sup>4</sup> | Depósitos a 12 meses (EURIBOR) <sup>5</sup> | Depósitos a 3 meses (LIBOR) <sup>6</sup> | Depósitos a 3 meses (LIBOR) <sup>7</sup> |
| 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 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                                     |
| Oct      | 2,11                                   | 2,09                                     | 2,15                                       | 2,19                                       | 2,32  | 2,08                                     | 0,05                                     |

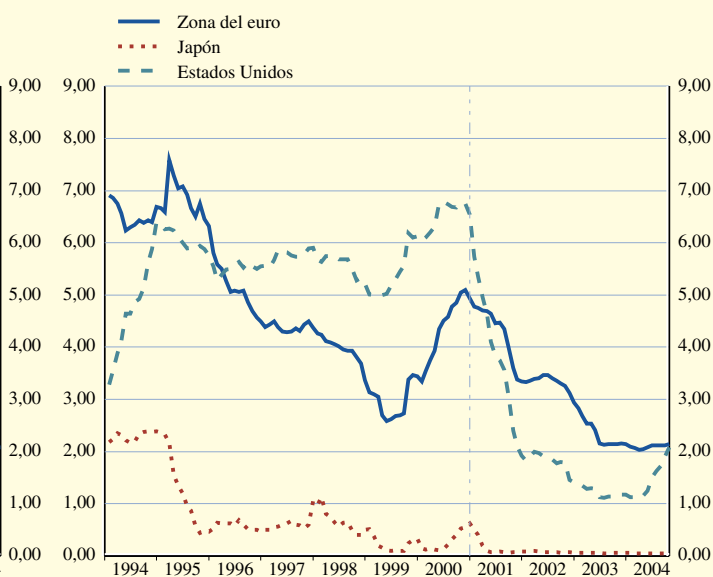
#### C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



#### C23 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

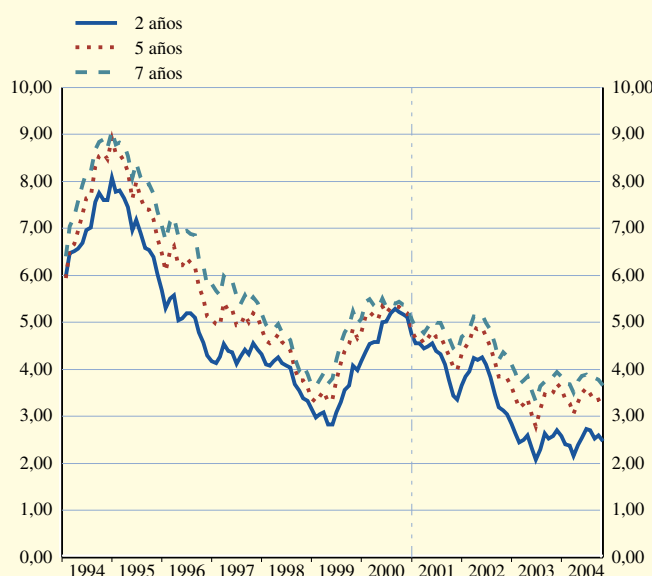
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

#### 4.7 Rendimientos de la deuda pública

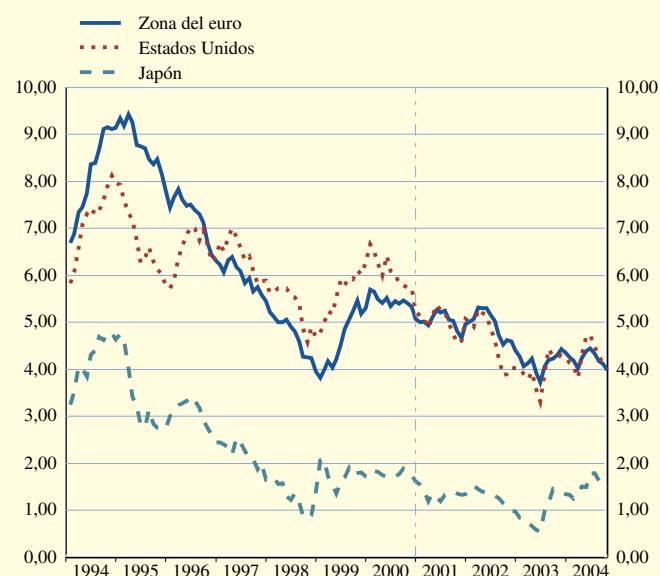
(en porcentaje; medias del período)

|          | Zona del euro <sup>1)</sup> |             |             |             |              | Estados Unidos | Japón        |
|----------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|
|          | 2 años<br>1                 | 3 años<br>2 | 5 años<br>3 | 7 años<br>4 | 10 años<br>5 | 10 años<br>6   | 10 años<br>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 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         |
| Oct      | 2,47                        | 2,71        | 3,18        | 3,66        | 3,98         | 4,08           | 1,49         |

#### 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.



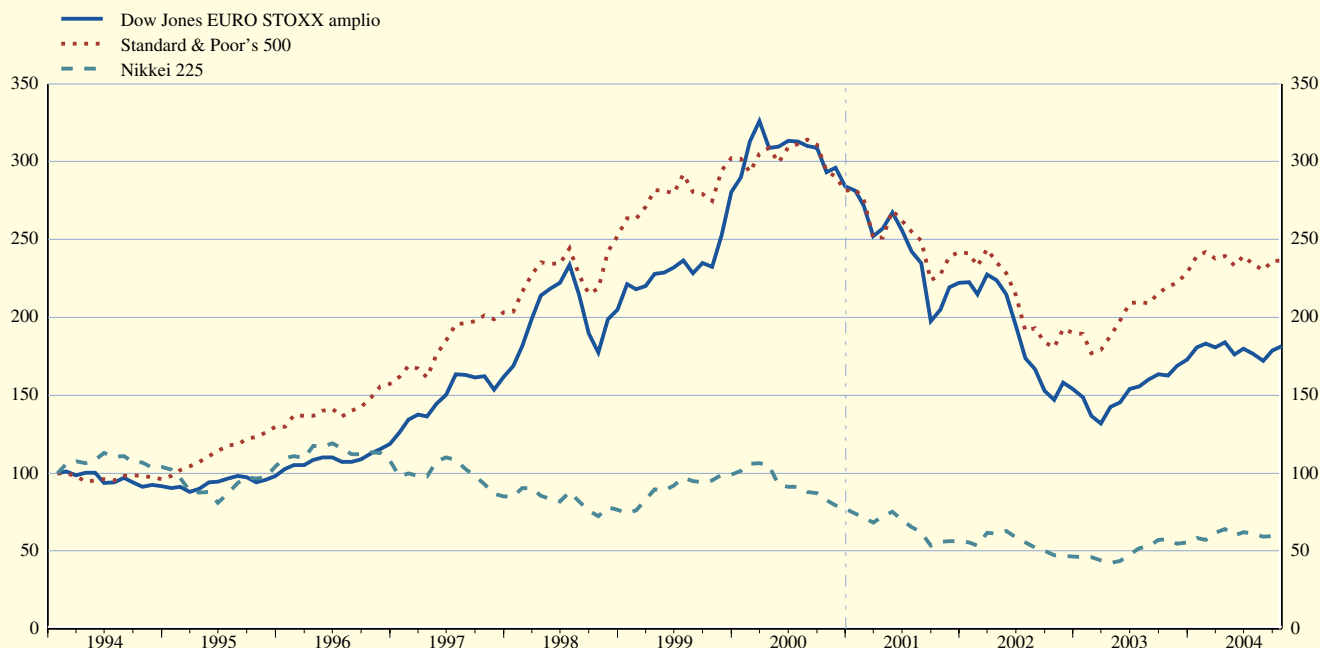
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

|          | Índices Dow Jones EURO STOXX |         |                                 |                      |                   |                |            |            |            |                        |                    |         | Estados Unidos<br>Standard & Poor's 500 | Japón<br>Nikkei 225 |
|----------|------------------------------|---------|---------------------------------|----------------------|-------------------|----------------|------------|------------|------------|------------------------|--------------------|---------|---|---------------------|
|          | Referencia                   |         | Principales índices sectoriales |                      |                   |                |            |            |            |                        |                    |         |   |                     |
|          | Amplio                       | 50      | Materias primas                 | Servicios de consumo | Bienes de consumo | Petróleo y gas | Financiero | Industrial | Tecnología | Agua, gas electricidad | Telecomunicaciones | Sanidad |   |                     |
| 1        | 2                            | 3       | 4                               | 5                    | 6                 | 7              | 8          | 9          | 10         | 11                     | 12                 | 13      | 14                                      |                     |
| 2001     | 336,3                        | 4.049,7 | 296,0                           | 284,5                | 263,7             | 341,4          | 321,6      | 310,0      | 530,6      | 309,6                  | 541,2              | 540,2   | 1.193,8                                 | 12.114,5            |
| 2002     | 260,0                        | 3.052,5 | 267,5                           | 194,8                | 239,0             | 309,0          | 243,4      | 252,4      | 345,2      | 255,5                  | 349,2              | 411,9   | 995,3                                   | 10.119,3            |
| 2003     | 213,3                        | 2.422,7 | 212,5                           | 144,9                | 193,8             | 259,5          | 199,3      | 213,5      | 275,2      | 210,7                  | 337,5              | 304,5   | 964,9                                   | 9.312,9             |
| 2003 III | 221,7                        | 2.511,5 | 225,1                           | 152,1                | 199,7             | 265,8          | 209,9      | 224,9      | 285,9      | 216,0                  | 347,4              | 304,6   | 1.000,3                                 | 10.063,2            |
| IV       | 233,0                        | 2.614,3 | 233,7                           | 160,2                | 211,2             | 266,7          | 221,9      | 240,2      | 317,5      | 219,7                  | 360,6              | 320,2   | 1.057,1                                 | 10.423,3            |
| 2004 I   | 251,6                        | 2.846,5 | 245,0                           | 166,9                | 222,1             | 279,9          | 240,5      | 257,1      | 353,0      | 248,7                  | 405,3              | 366,6   | 1.132,7                                 | 10.996,9            |
| II       | 249,8                        | 2.794,7 | 244,7                           | 164,7                | 226,3             | 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                           | 159,3                | 216,4             | 305,0          | 228,7      | 253,1      | 259,9      | 266,8                  | 379,8              | 402,6   | 1.104,4                                 | 11.152,3            |
| 2003 Oct | 225,5                        | 2.523,3 | 222,0                           | 157,4                | 206,5             | 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                           | 163,1                | 212,9             | 262,0          | 223,0      | 241,5      | 325,4      | 217,0                  | 358,7              | 319,3   | 1.050,3                                 | 10.205,4            |
| Dic      | 239,6                        | 2.702,2 | 242,0                           | 160,4                | 214,5             | 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                           | 165,6                | 221,7             | 277,2          | 242,0      | 257,5      | 349,2      | 239,6                  | 405,1              | 350,3   | 1.131,9                                 | 10.876,4            |
| Feb      | 253,9                        | 2.874,8 | 244,7                           | 168,4                | 224,1             | 275,6          | 243,7      | 260,1      | 359,0      | 252,1                  | 412,3              | 370,0   | 1.143,5                                 | 10.618,6            |
| Mar      | 250,5                        | 2.829,0 | 240,3                           | 166,7                | 220,9             | 286,3          | 236,1      | 254,1      | 351,4      | 254,5                  | 399,3              | 379,3   | 1.124,0                                 | 11.441,1            |
| Abr      | 255,0                        | 2.860,9 | 247,6                           | 168,3                | 227,8             | 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                           | 160,8                | 223,0             | 297,7          | 228,7      | 250,9      | 284,8      | 256,6                  | 378,0              | 395,3   | 1.103,6                                 | 11.141,0            |
| Jun      | 249,8                        | 2.792,2 | 246,1                           | 164,9                | 227,9             | 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                           | 162,1                | 221,6             | 302,8          | 227,8      | 251,4      | 272,3      | 267,5                  | 382,1              | 397,7   | 1.106,7                                 | 11.390,8            |
| Ago      | 238,9                        | 2.646,9 | 243,7                           | 155,7                | 212,5             | 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                           | 160,0                | 215,1             | 311,8          | 234,6      | 259,9      | 261,9      | 270,1                  | 384,4              | 413,7   | 1.117,5                                 | 11.076,8            |
| Oct      | 252,1                        | 2.794,4 | 259,1                           | 157,4                | 211,5             | 315,5          | 240,4      | 262,5      | 273,3      | 278,8                  | 401,2              | 415,1   | 1.118,1                                 | 11.028,9            |

## 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 consumo<sup>1)</sup>

|                           | Total                |       |        |           | Total (d., variación sobre el período anterior) |                         |                            |  |                   |           |
|---------------------------|----------------------|-------|--------|-----------|---|-------------------------|----------------------------|--|-------------------|-----------|
|                           | Índice<br>1996 = 100 | Total | Bienes | Servicios | Total   | Alimentos<br>elaborados | Alimentos<br>no elaborados | Bienes<br>industriales<br>no energéticos | Energía<br>(s.d.) | Servicios |
| % del total <sup>2)</sup> | 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 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       |
| III                       | 115,9                | 2,2   | 2,0    | 2,7       | 0,5   | 0,4                     | -0,3                       | 0,1                                      | 1,9               | 0,7       |
| 2004 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                       | 115,9                | 2,3   | 2,1    | 2,7       | 0,3   | 0,1                     | -0,3                       | 0,3                                      | 1,5               | 0,3       |
| Sep                       | 116,1                | 2,1   | 1,8    | 2,6       | 0,1   | -0,1                    | -0,1                       | 0,0                                      | -0,1              | 0,2       |
| Oct <sup>3)</sup>         | .                    | 2,5   | .      | .         | .   | .                       | .                          | .  | .                 | .         |

|                           | Bienes  |                         |                            |                     |                   |         | Servicios  |     |            |                |                             |        |
|---------------------------|---|-------------------------|----------------------------|---------------------|-------------------|---------|------------|-----|------------|----------------|-----------------------------|--------|
|                           | Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco) |                         |                            | Bienes industriales |                   |         | Vivienda   |     | Transporte | Comunicaciones | Recreativos<br>y personales | Varios |
|                           | Total   | Alimentos<br>elaborados | Alimentos<br>no elaborados | Total               | No<br>energéticos | Energía | Alquileres |     |            |                |                             |        |
| % del total <sup>2)</sup> | 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 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    |
| III                       | 2,0   | 3,6                     | -0,3                       | 2,0                 | 0,8               | 6,3     | 2,5        | 2,0 | 2,9        | -2,6           | 2,5                         | 5,3    |
| 2004 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    |
| Sep                       | 1,4   | 3,4                     | -1,5                       | 2,0                 | 0,9               | 6,4     | 2,5        | 1,9 | 2,9        | -2,8           | 2,5                         | 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, España 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 <sup>1)</sup> | Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril) |                         |      |
|---------------------------|----------------------------------|-------|---|--------------------|-------------------|-------------------|----------|-------------|---------|----------------------------|--|---|-------------------------|------|
|                           | Industria, excluida construcción |       |   |                    |                   |                   |          |             |         | Construcción <sup>3)</sup> |  |   | 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 <sup>4)</sup> | 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     | 2,4                        | 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     | 2,1                        | 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     | 2,0                        | 0,4  | -6,5  | -5,8                    | 25,1 |
| IV                        | 103,4                            | 1,0   | 0,6   | 0,3                | 0,3               | 1,2               | 0,5      | 1,3         | 2,0     | 1,6                        | 0,5  | -4,2  | -1,2                    | 24,5 |
| 2004 I                    | 103,9                            | 0,2   | 0,8   | 1,0                | 0,3               | 1,1               | 0,4      | 1,3         | -2,6    | 1,8                        | 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         | 3,6     | 2,4                        | 2,5  | 28,8  | 20,9                    | 29,3 |
| III                       | .                                | .     | .   | .                  | .                 | .                 | .        | .           | .       | .                          | .  | 26,9  | 11,9                    | 33,3 |
| 2004 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      | 1,7         | 4,4     | -                          | 2,8  | 27,8  | 21,9                    | 29,3 |
| Jul                       | 106,0                            | 2,9   | 2,2   | 4,2                | 0,8               | 1,5               | 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         | 5,3     | -                          | 3,5  | 25,5  | 11,0                    | 34,1 |
| Sep                       | .                                | .     | .   | .                  | .                 | .                 | .        | .           | .       | -                          | .  | 30,5  | 6,9                     | 35,0 |
| Oct                       | .                                | .     | .   | .                  | .                 | .                 | .        | .           | .       | -                          | .  | 35,1  | 3,7                     | 39,4 |

### 3. Costes laborales por hora<sup>5)</sup>

|         | Total [índice (d.) 2000 = 100] | Total | Por componentes    |   | Por algunas ramas de actividad                 |              |           | Pro memoria: Indicador de salarios negociados |
|---------|--------------------------------|-------|--------------------|---|--|--------------|-----------|---|
|         |                                |       | Sueldos y salarios | Cotizaciones sociales a cargo de la empresa | Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía | Construcción | Servicios |   |
|         | 1                              | 2     | 3                  | 4   | 5  | 6            | 7         | 8   |
| 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                | 3,1   | 2,9  | 3,3          | 2,7       | 2,4   |
| 2003 II | 110,2                          | 3,3   | 3,1                | 3,7   | 3,5  | 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  | 2,7          | 2,2       | 2,2   |
| 2004 I  | 112,1                          | 2,7   | 2,7                | 2,7   | 3,0  | 3,0          | 2,6       | 2,3   |
| II      | 112,6                          | 2,1   | 2,2                | 1,9   | 2,3  | 2,0          | 2,1       | 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<br>(índice<br>2000 = 100) | Total | Por ramas de actividad                    |  |              |  |   |   |
|--|---------------------------------|-------|---|--|--------------|--|---|---|
|  |                                 |       | Agricultura, caza<br>silvicultura y pesca | Ind. extractivas,<br>ind. manufac-<br>turera y energía | Construcción | Comercio, reparaciones,<br>hostelería, transportes<br>y comunicaciones | Intermediación financiera,<br>actividades inmobiliarias<br>y de alquiler<br>y servicios empresariales | Administración pública<br>educación, sanidad<br>y otros servicios |
|  | 1                               | 2     | 3   | 4  | 5            | 6  | 7   | 8   |
| <b>Costes laborales unitarios<sup>1)</sup></b> |                                 |       |   |  |              |  |   |   |
| 2000   | 100,0                           | 1,4   | 0,9                                       | -0,3   | 1,7          | 0,3  | 3,8   | 1,7   |
| 2001   | 102,6                           | 2,6   | 2,3                                       | 2,7  | 3,8          | 0,8  | 3,3   | 2,7   |
| 2002   | 104,8                           | 2,2   | -0,2                                      | 0,9  | 2,7          | 1,9  | 3,7   | 2,5   |
| 2003   | 107,0                           | 2,0   | 3,7                                       | 1,3  | 3,8          | 1,7  | 2,0   | 2,5   |
| 2003 II  | 107,1                           | 2,5   | 5,6                                       | 2,6  | 3,8          | 2,2  | 2,4   | 2,5   |
| III  | 107,3                           | 2,3   | 5,5                                       | 1,9  | 4,1          | 1,3  | 1,2   | 3,4   |
| IV   | 107,2                           | 1,6   | 3,1                                       | 0,3  | 3,7          | 2,0  | 1,9   | 1,7   |
| 2004 I   | 107,2                           | 1,0   | -4,4                                      | 0,8  | 2,6          | 0,3  | 1,5   | 1,6   |
| II   | 107,4                           | 0,3   | -5,9                                      | -2,4   | 0,8          | -0,6   | 1,1   | 2,1   |
| <b>Compensación por empleado</b>               |                                 |       |   |  |              |  |   |   |
| 2000   | 100,0                           | 2,7   | 2,1                                       | 3,4  | 2,6          | 1,7  | 2,4   | 2,8   |
| 2001   | 102,8                           | 2,8   | 1,8                                       | 2,6  | 3,0          | 2,7  | 2,4   | 3,0   |
| 2002   | 105,4                           | 2,5   | 2,7                                       | 2,5  | 2,8          | 2,6  | 2,0   | 2,8   |
| 2003   | 107,9                           | 2,4   | 2,2                                       | 3,3  | 3,5          | 1,9  | 1,8   | 2,4   |
| 2003 II  | 107,7                           | 2,5   | 3,9                                       | 3,4  | 4,1          | 2,4  | 2,3   | 1,9   |
| III  | 108,3                           | 2,5   | 1,8                                       | 3,3  | 3,8          | 1,4  | 1,5   | 3,2   |
| IV   | 108,6                           | 2,1   | 1,7                                       | 3,2  | 3,4          | 1,4  | 1,7   | 2,1   |
| 2004 I   | 109,3                           | 2,1   | -2,1                                      | 4,2  | 3,0          | 0,7  | 1,3   | 2,3   |
| II   | 110,0                           | 2,1   | -1,8                                      | 3,2  | 1,7          | 0,5  | 1,3   | 3,3   |
| <b>Productividad de trabajo<sup>2)</sup></b>   |                                 |       |   |  |              |  |   |   |
| 2000   | 100,0                           | 1,3   | 1,1                                       | 3,7  | 0,9          | 1,4  | -1,3  | 1,1   |
| 2001   | 100,2                           | 0,2   | -0,5                                      | -0,1   | -0,8         | 1,9  | -0,9  | 0,2   |
| 2002   | 100,5                           | 0,3   | 2,9                                       | 1,6  | 0,1          | 0,7  | -1,6  | 0,3   |
| 2003   | 100,9                           | 0,4   | -1,5                                      | 2,0  | -0,3         | 0,1  | -0,1  | -0,1  |
| 2003 II  | 100,5                           | 0,1   | -1,6                                      | 0,8  | 0,2          | 0,2  | -0,1  | -0,6  |
| III  | 100,9                           | 0,2   | -3,6                                      | 1,4  | -0,3         | 0,1  | 0,3   | -0,1  |
| IV   | 101,3                           | 0,5   | -1,3                                      | 2,8  | -0,3         | -0,5   | -0,3  | 0,4   |
| 2004 I   | 102,0                           | 1,2   | 2,3                                       | 3,4  | 0,4          | 0,5  | -0,2  | 0,7   |
| II   | 102,4                           | 1,9   | 4,3                                       | 5,7  | 0,9          | 1,1  | 0,2   | 1,2   |

#### 5. Deflatores del producto interior bruto

|         | Total<br>(índice<br>2000 = 100) | Total | Demanda interna |                    |                    | Exportaciones <sup>3)</sup> | Importaciones <sup>3)</sup> |                                       |
|---------|---------------------------------|-------|-----------------|--------------------|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|
|         |                                 |       | Total           | Consumo<br>privado | Consumo<br>público |                             |                             | Formación<br>bruta<br>de capital fijo |
|         | 1                               | 2     | 3               | 4                  | 5                  | 6                           | 7                           | 8                                     |
| 2000    | 100,0                           | 1,4   | 2,6             | 2,2                | 2,7                | 2,8                         | 4,9                         | 8,5                                   |
| 2001    | 102,4                           | 2,4   | 2,3             | 2,3                | 2,4                | 2,0                         | 1,4                         | 0,8                                   |
| 2002    | 105,0                           | 2,5   | 2,2             | 2,3                | 2,1                | 1,8                         | -0,4                        | -1,6                                  |
| 2003    | 107,2                           | 2,1   | 1,8             | 2,0                | 2,2                | 1,3                         | -0,6                        | -1,3                                  |
| 2003 II | 106,9                           | 2,2   | 1,8             | 1,9                | 2,3                | 1,3                         | -0,8                        | -1,8                                  |
| III     | 107,5                           | 2,1   | 1,8             | 1,9                | 2,7                | 1,2                         | -0,7                        | -1,6                                  |
| IV      | 108,0                           | 2,0   | 1,6             | 1,9                | 1,6                | 1,1                         | -0,7                        | -1,9                                  |
| 2004 I  | 108,4                           | 1,9   | 1,4             | 1,6                | 1,6                | 1,8                         | -0,7                        | -2,2                                  |
| II      | 109,1                           | 2,0   | 2,0             | 2,0                | 1,8                | 2,6                         | 1,2                         | 0,9                                   |

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

|         | PIB  |                 |                 |                 |                                 |  |                              |                             |                             |
|---------|--|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|--|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|         | Total  | Demanda interna |                 |                 |                                 |  | Saldo exterior <sup>1)</sup> |                             |                             |
|         |  | Total           | Consumo privado | Consumo público | Formación bruta de capital fijo | Variación de existencias <sup>2)</sup> | Total                        | Exportaciones <sup>1)</sup> | Importaciones <sup>1)</sup> |
| 1       | 2  | 3               | 4               | 5               | 6                               | 7                                      | 8                            | 9                           |                             |
|         | <i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>                       |                 |                 |                 |                                 |  |                              |                             |                             |
| 2000    | 6.579,9  | 6.520,7         | 3.767,4         | 1.308,5         | 1.418,8                         | 26,0                                   | 59,2                         | 2.440,4                     | 2.381,2                     |
| 2001    | 6.846,3  | 6.730,0         | 3.926,4         | 1.372,2         | 1.441,9                         | -10,5                                  | 116,3                        | 2.555,1                     | 2.438,8                     |
| 2002    | 7.079,0  | 6.895,6         | 4.039,7         | 1.444,8         | 1.428,4                         | -17,3                                  | 183,4                        | 2.591,5                     | 2.408,1                     |
| 2003    | 7.261,7  | 7.105,8         | 4.159,7         | 1.500,7         | 1.440,1                         | 5,3                                    | 155,9                        | 2.585,6                     | 2.429,8                     |
| 2003 II | 1.804,1  | 1.769,1         | 1.035,4         | 373,5           | 358,2                           | 1,9                                    | 35,0                         | 634,0                       | 599,0                       |
| III     | 1.822,9  | 1.774,6         | 1.043,0         | 379,2           | 359,6                           | -7,3                                   | 48,3                         | 651,2                       | 602,9                       |
| IV      | 1.836,6  | 1.796,2         | 1.048,2         | 378,8           | 364,3                           | 4,9                                    | 40,4                         | 654,9                       | 614,5                       |
| 2004 I  | 1.857,4  | 1.811,7         | 1.059,9         | 381,3           | 366,9                           | 3,6                                    | 45,6                         | 665,3                       | 619,7                       |
| II      | 1.878,3  | 1.832,5         | 1.068,2         | 387,1           | 371,2                           | 6,1                                    | 45,8                         | 691,8                       | 646,0                       |
|         | <i>en porcentaje del PIB</i>   |                 |                 |                 |                                 |  |                              |                             |                             |
| 2003    | 100,0  | 97,9            | 57,3            | 20,7            | 19,8                            | 0,1                                    | 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             | 0,4             | -0,2                            | -                                      | -                            | -0,8                        | -0,6                        |
| III     | 0,5  | 0,0             | 0,2             | 0,6             | 0,1                             | -                                      | -                            | 2,6                         | 1,3                         |
| IV      | 0,4  | 1,1             | 0,0             | 0,5             | 0,9                             | -                                      | -                            | 0,3                         | 2,1                         |
| 2004 I  | 0,7  | 0,3             | 0,7             | 0,1             | -0,1                            | -                                      | -                            | 1,6                         | 0,5                         |
| II      | 0,5  | 0,3             | 0,3             | 0,5             | 0,1                             | -                                      | -                            | 3,1                         | 2,8                         |
|         | <i>tasas de variación interanual</i>   |                 |                 |                 |                                 |  |                              |                             |                             |
| 2000    | 3,5  | 3,0             | 2,8             | 2,3             | 4,9                             | -                                      | -                            | 12,2                        | 11,1                        |
| 2001    | 1,6  | 1,0             | 1,9             | 2,4             | -0,3                            | -                                      | -                            | 3,3                         | 1,6                         |
| 2002    | 0,8  | 0,3             | 0,6             | 3,1             | -2,7                            | -                                      | -                            | 1,8                         | 0,4                         |
| 2003    | 0,5  | 1,2             | 1,0             | 1,7             | -0,5                            | -                                      | -                            | 0,3                         | 2,2                         |
| 2003 II | 0,2  | 1,1             | 1,1             | 1,5             | -0,3                            | -                                      | -                            | -1,2                        | 1,2                         |
| III     | 0,4  | 0,8             | 0,8             | 1,7             | -0,2                            | -                                      | -                            | 0,4                         | 1,6                         |
| IV      | 0,7  | 1,5             | 0,5             | 1,5             | 0,1                             | -                                      | -                            | 0,5                         | 2,6                         |
| 2004 I  | 1,4  | 1,1             | 1,0             | 1,7             | 0,7                             | -                                      | -                            | 3,8                         | 3,4                         |
| II      | 2,0  | 1,6             | 1,2             | 1,8             | 1,0                             | -                                      | -                            | 7,8                         | 6,9                         |
|         | <i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i> |                 |                 |                 |                                 |  |                              |                             |                             |
| 2000    | 3,5  | 3,0             | 1,6             | 0,5             | 1,1                             | -0,1                                   | 0,5                          | -                           | -                           |
| 2001    | 1,6  | 0,9             | 1,1             | 0,5             | -0,1                            | -0,5                                   | 0,7                          | -                           | -                           |
| 2002    | 0,8  | 0,3             | 0,3             | 0,6             | -0,6                            | -0,1                                   | 0,5                          | -                           | -                           |
| 2003    | 0,5  | 1,2             | 0,5             | 0,3             | -0,1                            | 0,4                                    | -0,7                         | -                           | -                           |
| 2003 II | 0,2  | 1,0             | 0,6             | 0,3             | -0,1                            | 0,2                                    | -0,9                         | -                           | -                           |
| III     | 0,4  | 0,8             | 0,5             | 0,3             | 0,0                             | 0,0                                    | -0,4                         | -                           | -                           |
| IV      | 0,7  | 1,4             | 0,3             | 0,3             | 0,0                             | 0,8                                    | -0,7                         | -                           | -                           |
| 2004 I  | 1,4  | 1,1             | 0,5             | 0,3             | 0,1                             | 0,1                                    | 0,2                          | -                           | -                           |
| II      | 2,0  | 1,6             | 0,7             | 0,4             | 0,2                             | 0,3                                    | 0,5                          | -                           | -                           |

Fuente: Eurostat.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 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 <sup>1)</sup> | Impuestos netos de subvenciones sobre los productos |
|--|---------------------------------------|---|---|--------------|--|--|--|---|---|
|  | Total                                 | Agricultura, caza, silvicultura y pesca | Ind. extractivas, industria manufacturera y energía | Construcción | Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones | Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales | Administración pública, educación, sanidad y otros servicios |   |   |
|  | 1                                     | 2                                       | 3   | 4            | 5  | 6  | 7  | 8   | 9   |
| <i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>                                 |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| 2000   | 6.081,0                               | 145,2                                   | 1.366,6   | 337,1        | 1.278,1  | 1.647,6  | 1.306,3  | 212,7                                     | 711,7   |
| 2001   | 6.343,3                               | 150,7                                   | 1.405,0   | 351,4        | 1.348,1  | 1.721,9  | 1.366,2  | 222,2                                     | 725,1   |
| 2002   | 6.560,4                               | 148,4                                   | 1.430,3   | 363,4        | 1.387,5  | 1.796,7  | 1.434,1  | 231,2                                     | 749,8   |
| 2003   | 6.729,3                               | 151,8                                   | 1.437,5   | 374,2        | 1.417,1  | 1.869,8  | 1.479,0  | 240,0                                     | 772,4   |
| 2003 II  | 1.672,2                               | 37,4                                    | 354,9   | 93,2         | 353,4  | 465,4  | 367,9  | 60,2                                      | 192,1   |
| III  | 1.690,7                               | 38,2                                    | 359,5   | 93,9         | 356,2  | 470,3  | 372,5  | 60,4                                      | 192,6   |
| IV   | 1.700,6                               | 38,7                                    | 362,6   | 95,2         | 357,5  | 473,8  | 372,8  | 60,1                                      | 196,1   |
| 2004 I   | 1.720,4                               | 38,5                                    | 366,8   | 96,7         | 361,3  | 479,4  | 377,8  | 60,4                                      | 197,3   |
| II   | 1.743,1                               | 38,2                                    | 373,4   | 98,4         | 364,8  | 485,9  | 382,4  | 61,3                                      | 196,5   |
| <i>en porcentaje del valor añadido</i>   |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| 2003   | 100,0                                 | 2,3                                     | 21,4  | 5,6          | 21,1   | 27,8   | 22,0   | -   | -   |
| <i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>                 |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| <i>tasas de variación intertrimestral</i>  |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| 2003 II  | -0,2                                  | -1,9                                    | -1,3  | 0,2          | 0,0  | 0,2  | 0,1  | 0,6                                       | 0,8   |
| III  | 0,5                                   | -0,8                                    | 0,9   | -0,2         | 0,6  | 0,5  | 0,3  | 0,5                                       | 0,1   |
| IV   | 0,3                                   | 1,3                                     | 0,7   | 0,0          | 0,0  | 0,1  | 0,5  | -0,6                                      | 0,6   |
| 2004 I   | 0,7                                   | 2,8                                     | 1,1   | 0,3          | 0,9  | 0,4  | 0,3  | -0,4                                      | 0,2   |
| II   | 0,7                                   | -0,2                                    | 1,1   | 0,4          | 0,6  | 0,8  | 0,4  | 0,8                                       | -1,5  |
| <i>tasas de variación interanual</i>   |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| 2000   | 3,8                                   | -0,5                                    | 4,3   | 2,7          | 4,5  | 4,5  | 2,7  | 7,1                                       | 1,8   |
| 2001   | 1,9                                   | -1,1                                    | 0,3   | -0,4         | 3,4  | 3,0  | 1,7  | 4,7                                       | 0,4   |
| 2002   | 0,9                                   | 0,7                                     | 0,2   | -0,6         | 1,1  | 0,7  | 2,1  | -0,2                                      | -0,2  |
| 2003   | 0,5                                   | -3,4                                    | 0,0   | -0,7         | 0,7  | 1,2  | 0,9  | 1,8                                       | 0,8   |
| 2003 II  | 0,2                                   | -4,1                                    | -1,2  | 0,0          | 0,6  | 0,9  | 0,8  | 2,8                                       | 1,4   |
| III  | 0,4                                   | -5,1                                    | -0,6  | -0,5         | 0,9  | 1,4  | 0,8  | 2,2                                       | 0,5   |
| IV   | 0,7                                   | -2,2                                    | 0,7   | -0,5         | 0,5  | 1,0  | 1,0  | 0,5                                       | 0,7   |
| 2004 I   | 1,3                                   | 1,3                                     | 1,3   | 0,3          | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 0,1                                       | 1,7   |
| II   | 2,2                                   | 3,1                                     | 3,7   | 0,5          | 2,1  | 2,0  | 1,5  | 0,3                                       | -0,6  |
| <i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i> |                                       |   |   |              |  |  |  |   |   |
| 2000   | 3,8                                   | 0,0                                     | 1,0   | 0,2          | 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  | 0,4  | -   | -   |
| 2003   | 0,5                                   | -0,1                                    | 0,0   | 0,0          | 0,2  | 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   | 1,3                                   | 0,0                                     | 0,3   | 0,0          | 0,3  | 0,3  | 0,2  | -   | -   |
| II   | 2,2                                   | 0,1                                     | 0,8   | 0,0          | 0,5  | 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 <sup>1)</sup>                   | 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  | 5,1                            | 100,1 | 5,2   | 5,2                | 6,2              | 8,2               | 1,7      | 6,1     | 0,9         | 1,9          | 2,5                     | 5,6  |
| 2001  | 0,6                            | 100,5 | 0,4   | 0,1                | -0,6             | 1,7               | 0,3      | -2,0    | 0,8         | 1,3          | 0,8                     | 0,3  |
| 2002  | -0,3                           | 100,0 | -0,5  | -0,7               | 0,1              | -1,7              | -0,3     | -5,6    | 0,7         | 1,1          | 0,8                     | -0,7 |
| 2003  | 0,3                            | 100,3 | 0,3   | -0,1               | 0,4              | -0,2              | -0,6     | -4,4    | 0,1         | 2,9          | -0,1                    | 0,0  |
| 2003 III                                    | -0,3                           | 100,2 | -0,3  | -0,7               | -0,7             | -1,3              | 0,1      | -3,4    | 0,7         | 2,0          | 0,2                     | -0,6 |
| IV  | 1,3                            | 101,2 | 1,4   | 1,3                | 1,7              | 1,7               | -0,2     | -1,4    | 0,1         | 2,7          | 0,4                     | 1,4  |
| 2004 I                                      | 1,2                            | 101,3 | 1,0   | 0,9                | 1,0              | 0,6               | 0,4      | 1,0     | 0,3         | 2,1          | 1,3                     | 0,9  |
| II  | 2,6                            | 102,2 | 2,9   | 3,0                | 2,8              | 4,7               | 1,1      | 3,1     | 0,7         | 2,6          | -1,0                    | 3,2  |
| 2004 Mar                                    | 1,3                            | 101,6 | 1,7   | 1,1                | 0,2              | 1,8               | 1,6      | 2,1     | 1,5         | 5,0          | -1,5                    | 1,3  |
| Abr   | 1,2                            | 101,9 | 1,7   | 1,7                | 2,1              | 2,5               | 0,4      | 2,5     | 0,0         | 2,0          | -2,6                    | 1,9  |
| May   | 3,1                            | 102,4 | 3,7   | 3,9                | 3,1              | 5,6               | 2,2      | 5,1     | 1,7         | 3,5          | -1,9                    | 4,1  |
| Jun   | 3,3                            | 102,3 | 3,3   | 3,5                | 3,2              | 5,9               | 0,6      | 1,9     | 0,4         | 2,2          | 1,7                     | 3,8  |
| Jul   | .                              | 102,5 | 2,2   | 2,3                | 3,5              | 3,7               | -0,5     | 0,3     | -0,6        | 0,7          | .                       | 2,5  |
| Ago   | .                              | 101,9 | 1,6   | 2,6                | 3,1              | 4,6               | 0,3      | -1,2    | 0,5         | 0,2          | .                       | 2,7  |
| <i>tasas de variación intermensual (d.)</i> |                                |       |   |                    |                  |                   |          |         |             |              |                         |      |
| 2004 Mar                                    | -0,1                           | -     | 0,2   | 0,0                | -0,9             | 0,9               | 0,2      | -0,2    | 0,3         | 0,2          | -2,9                    | 0,2  |
| Abr   | 0,1                            | -     | 0,3   | 0,5                | 1,4              | 0,9               | -0,1     | 0,5     | -0,2        | -1,9         | -0,7                    | 0,6  |
| May   | 0,5                            | -     | 0,5   | 0,6                | -0,1             | 1,0               | 0,3      | 0,2     | 0,3         | 0,3          | -0,2                    | 0,6  |
| Jun   | 0,1                            | -     | -0,1  | -0,2               | 0,2              | -0,2              | -0,6     | -1,3    | -0,5        | 0,7          | 2,9                     | -0,1 |
| Jul   | .                              | -     | 0,2   | 0,3                | 0,9              | 0,2               | 0,3      | 0,8     | 0,2         | -1,2         | .                       | 0,3  |
| Ago   | .                              | -     | -0,6  | -0,2               | -0,1             | -0,2              | -0,3     | -2,6    | 0,1         | 0,2          | .                       | -0,2 |

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

|   | Nuevos pedidos   |       | Cifra de negocios                            |       | Ventas al por menor |                    |                              |       |                             |                               |                  | Matriculaciones de automóviles   |       |
|---|--|-------|--|-------|---------------------|--------------------|------------------------------|-------|-----------------------------|-------------------------------|------------------|----------------------------------|-------|
|   | Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes) |       | Industria manufacturera (precios corrientes) |       | Precios corrientes  | Precios constantes |                              |       |                             |                               |                  | Total [(d.) miles] <sup>3)</sup> | Total |
|   | Total [índice (d.) 2000=100]                               | Total | Total [índice (d.) 2000=100]                 | Total |                     | Total              | Total [índice (d.) 2000=100] | Total | Alimentos, bebidas y tabaco | No alimenticios               |                  |                                  |       |
|   |  |       |  |       |                     |                    |                              |       |                             | Calzado, vestido y confección | Equipo del hogar |                                  |       |
| % del total <sup>1)</sup>                   | 100,0  | 100,0 | 100,0  | 100,0 | 100,0               | 100,0              | 100,0                        | 43,7  | 56,3                        | 10,6                          | 14,8             |                                  |       |
|   | 1  | 2     | 3  | 4     | 5                   | 6                  | 7                            | 8     | 9                           | 10                            | 11               | 12                               | 13    |
| 2000  | 100,2  | 12,2  | 100,0  | 10,8  | 4,0                 | 100,0              | 2,1                          | 1,8   | 2,1                         | 0,8                           | 4,1              | 977                              | -1,8  |
| 2001  | 98,5   | -1,5  | 102,0  | 1,9   | 4,0                 | 101,6              | 1,6                          | 1,6   | 1,5                         | 0,7                           | -0,2             | 968                              | -0,8  |
| 2002  | 98,0   | -0,6  | 101,3  | -0,6  | 1,8                 | 101,7              | 0,0                          | 0,9   | -0,5                        | -2,0                          | -1,9             | 925                              | -4,4  |
| 2003  | 98,5   | 0,6   | 100,9  | -0,3  | 1,7                 | 102,0              | 0,3                          | 1,2   | -0,5                        | -2,9                          | -0,1             | 912                              | -1,4  |
| 2003 IV                                     | 101,5  | 4,2   | 101,8  | 0,4   | 1,1                 | 101,8              | -0,3                         | -0,1  | -0,4                        | -3,4                          | 0,0              | 924                              | -2,4  |
| 2004 I                                      | 101,5  | 4,9   | 103,9  | 2,5   | 1,3                 | 102,5              | 0,6                          | 0,6   | 0,6                         | -1,5                          | 2,3              | 912                              | 0,9   |
| II  | 107,6  | 11,8  | 105,9  | 6,3   | 1,1                 | 102,2              | -0,1                         | -0,3  | 0,0                         | -0,2                          | 2,1              | 924                              | 3,0   |
| III   | .  | .     | .  | .     | .                   | .                  | .                            | .     | .                           | .                             | .                | 901                              | -3,5  |
| 2004 Abr                                    | 104,9  | 6,4   | 106,8  | 4,3   | 1,1                 | 103,2              | 0,3                          | 0,1   | 0,1                         | 0,3                           | 2,0              | 927                              | 4,6   |
| May   | 112,0  | 16,5  | 102,5  | 3,3   | 0,7                 | 100,6              | -2,0                         | -1,8  | -2,0                        | -3,4                          | 0,3              | 922                              | 4,1   |
| Jun   | 106,0  | 12,7  | 108,3  | 11,2  | 1,4                 | 102,9              | 1,5                          | 0,8   | 1,7                         | 2,1                           | 3,8              | 924                              | 0,6   |
| Jul   | 105,4  | 5,2   | 105,6  | 2,0   | 1,2                 | 102,8              | 0,8                          | 0,5   | 1,0                         | 0,8                           | 2,5              | 907                              | -1,7  |
| Ago   | 104,7  | 10,5  | 105,1  | 9,2   | 1,6                 | 101,2              | -0,7                         | -2,2  | 0,4                         | 1,6                           | 1,8              | 872                              | -9,5  |
| Sep   | .  | .     | .  | .     | .                   | .                  | .                            | .     | .                           | .                             | .                | 924                              | -0,6  |
| <i>tasas de variación intermensual (d.)</i> |  |       |  |       |                     |                    |                              |       |                             |                               |                  |                                  |       |
| 2004 Abr                                    | -  | 1,7   | -  | -0,6  | 0,7                 | -                  | 1,5                          | 0,8   | 0,9                         | 4,0                           | 0,9              | -                                | 1,8   |
| May   | -  | 6,8   | -  | -3,9  | -0,7                | -                  | -2,6                         | -1,7  | -2,0                        | -4,3                          | -1,8             | -                                | -0,5  |
| Jun   | -  | -5,4  | -  | 5,6   | 1,1                 | -                  | 2,3                          | 1,4   | 2,3                         | 4,6                           | 2,1              | -                                | 0,2   |
| Jul   | -  | -0,6  | -  | -2,5  | -0,2                | -                  | -0,1                         | 0,4   | -0,4                        | -0,5                          | -0,4             | -                                | -1,9  |
| Ago   | -  | -0,6  | -  | -0,5  | 0,0                 | -                  | -1,5                         | -1,7  | -1,3                        | -2,2                          | -1,0             | -                                | -3,8  |
| Sep   | -  | .     | -  | .     | .                   | -                  | .                            | .     | .                           | .                             | .                | -                                | 6,0   |

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 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) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

|          | Indicador de clima económico <sup>2)</sup><br>(media a largo plazo = 100) | Industria manufacturera        |                    |                                     |                            | Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)4)</sup> | Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup> |   |  |                               |                                 |
|----------|---|--------------------------------|--------------------|-------------------------------------|----------------------------|---|--|---|--|-------------------------------|---------------------------------|
|          |   | Indicador confianza industrial |                    |                                     |                            |   | Total <sup>5)</sup>                                      | Situación financiera en los próximos 12 meses | Situación económica en los próximos 12 meses | Paro en los próximos 12 meses | Ahorro en los próximos 12 meses |
|          |   | Total <sup>5)</sup>            | Cartera de pedidos | Existencias de productos terminados | Expectativas de producción |   |  |   |  |                               |                                 |
|          | 1   | 2                              | 3                  | 4                                   | 5                          | 6   | 7  | 8   | 9  | 10                            | 11                              |
| 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      | 100,6   | -4                             | -12                | 8                                   | 9                          | 81,6  | -14  | -4  | -13  | 29                            | -8                              |
| 2004 May | 100,1   | -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                          | 81,6  | -14  | -4  | -14  | 30                            | -9                              |
| Ago      | 100,9   | -4                             | -12                | 7                                   | 8                          | -   | -14  | -4  | -14  | 30                            | -7                              |
| Sep      | 101,0   | -3                             | -12                | 8                                   | 11                         | -   | -13  | -3  | -12  | 28                            | -7                              |
| Oct      | 101,3   | -2                             | -11                | 7                                   | 11                         | 81,7  | -14  | -4  | -13  | 29                            | -8                              |

|          | Indicador confianza de la construcción |                    |                                 | Indicador confianza comercio al por menor |                                  |                      |                                  | Indicador confianza de los servicios |                   |                              |                               |
|----------|--|--------------------|---------------------------------|---|----------------------------------|----------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-------------------|------------------------------|-------------------------------|
|          | Total <sup>5)</sup>                    | Cartera de pedidos | Expectativas creación de empleo | Total <sup>5)</sup>                       | Evolución actual de los negocios | Nivel de existencias | Evolución futura de los negocios | Total <sup>5)</sup>                  | Clima empresarial | Demanda en los últimos meses | Demanda en los próximos meses |
|          | 12                                     | 13                 | 14                              | 15  | 16                               | 17                   | 18                               | 19                                   | 20                | 21                           | 22                            |
| 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                                   | 6                 | 11                           | 18                            |
| 2004 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                                   | 4                 | 9                            | 20                            |
| Oct      | -14                                    | -23                | -5                              | -6  | -13                              | 14                   | 8                                | 11                                   | 6                 | 11                           | 17                            |

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 (por debajo de la media) calculado para el período transcurrido desde enero de 1985.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.



## 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Ocupados

|                           | Total economía                            |       | Por situación profesional |           | Por ramas de actividad                          |   |              |  |   |   |
|---------------------------|---|-------|---------------------------|-----------|---|---|--------------|--|---|---|
|                           | Millones (d.)                             |       | Asalariados               | Autónomos | Agricultura<br>caza,<br>silvicultura<br>y pesca | Ind. extractivas,<br>ind. manufacturera,<br>y energía | Construcción | Comercio,<br>reparaciones,<br>hostelería,<br>transportes<br>y comunicaciones | Intermediación<br>financiera, activ.<br>inmobiliarias y de<br>alquiler y servicios<br>empresariales | Administración<br>pública,<br>educación, sanidad<br>y otros servicios |
| % del total <sup>2)</sup> | 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                      | 131,427                                   | 2,2   | 2,5                       | 0,6       | -1,5  | 0,6   | 1,9          | 3,1  | 5,9   | 1,6   |
| 2001                      | 133,275                                   | 1,4   | 1,6                       | 0,2       | -0,4  | 0,3   | 0,6          | 1,5  | 3,9   | 1,4   |
| 2002                      | 133,976                                   | 0,5   | 0,7                       | -0,2      | -2,1  | -1,4  | -0,6         | 0,4  | 2,4   | 1,8   |
| 2003                      | 134,151                                   | 0,1   | 0,1                       | 0,2       | -1,9  | -2,0  | -0,2         | 0,5  | 1,2   | 1,0   |
| 2003 II                   | 134,076                                   | 0,2   | 0,2                       | 0,1       | -2,4  | -2,0  | 0,1          | 0,4  | 1,0   | 1,3   |
| III                       | 134,111                                   | 0,2   | 0,1                       | 0,4       | -1,6  | -2,0  | -0,2         | 0,9  | 1,1   | 0,9   |
| IV                        | 134,174                                   | 0,2   | 0,1                       | 0,6       | -0,8  | -2,0  | -0,3         | 1,1  | 1,2   | 0,6   |
| 2004 I                    | 134,170                                   | 0,1   | 0,0                       | 0,4       | -1,0  | -2,1  | -0,1         | 1,0  | 1,2   | 0,4   |
| II                        | 134,325                                   | 0,1   | 0,0                       | 0,9       | -1,1  | -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                        | 0,155                                     | 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 <sup>3)</sup> |                    |          |                    | Por sexo <sup>4)</sup> |                    |          |                    |
|---------------------------|----------|--------------------|----------------------------------|--------------------|----------|--------------------|------------------------|--------------------|----------|--------------------|
|                           | Millones | % población activa | Adultos                          |                    | Jóvenes  |                    | Hombres                |                    | Mujeres  |                    |
|                           |          |                    | Millones                         | % población activa | Millones | % población activa | Millones               | % población activa | Millones | % población activa |
| % del total <sup>2)</sup> | 100,0    |                    | 78,2                             |                    | 21,8     |                    | 50,2                   |                    | 49,8     |                    |
|                           | 1        | 2                  | 3                                | 4                  | 5        | 6                  | 7                      | 8                  | 9        | 10                 |
| 2000                      | 11,608   | 8,4                | 8,881                            | 7,3                | 2,727    | 16,7               | 5,499                  | 7,0                | 6,109    | 10,4               |
| 2001                      | 11,084   | 8,0                | 8,539                            | 7,0                | 2,546    | 15,8               | 5,338                  | 6,7                | 5,746    | 9,7                |
| 2002                      | 11,806   | 8,4                | 9,181                            | 7,4                | 2,626    | 16,4               | 5,841                  | 7,3                | 5,966    | 9,9                |
| 2003                      | 12,536   | 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/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

## 1. Zona del euro - recursos

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

## 2. Zona del euro - empleos

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

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

|      | Déficit (-)/superávit (+) |        |                 |              |                  | Déficit (-)/superávit (+) primario | Consumo público <sup>4)</sup> |                             |                    |  |                         |                |                           |                            |
|------|---------------------------|--------|-----------------|--------------|------------------|------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|--------------------|--|-------------------------|----------------|---------------------------|----------------------------|
|      | Total                     | Estado | Admón. Regional | Admón. Local | Seguridad Social |                                    | Total                         | Remuneración de asalariados | Consumo intermedio | Transf. sociales en especie vía productores de mercado | Consumo de capital fijo | Ventas (menos) | Consumo público colectivo | Consumo público individual |
|      | 1                         | 2      | 3               | 4            | 5                | 6                                  | 7                             | 8                           | 9                  | 10   | 11                      | 12             | 13                        | 14                         |
| 1995 | -5,2                      | -4,4   | -0,5            | -0,1         | -0,2             | 0,6                                | 20,4                          | 11,2                        | 4,8                | 5,0  | 1,9                     | 2,4            | 8,6                       | 11,8                       |
| 1996 | -4,3                      | -3,8   | -0,4            | 0,0          | -0,1             | 1,4                                | 20,5                          | 11,2                        | 4,8                | 5,1  | 1,9                     | 2,4            | 8,6                       | 11,9                       |
| 1997 | -2,7                      | -2,4   | -0,4            | 0,1          | 0,1              | 2,5                                | 20,2                          | 11,1                        | 4,7                | 5,0  | 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                      | -1,7   | -0,1            | 0,1          | 0,4              | 2,9                                | 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                          | 10,6                        | 4,9                | 5,3  | 1,8                     | 2,3            | 8,3                       | 12,1                       |
| 2003 | -2,7                      | -2,2   | -0,4            | -0,1         | 0,0              | 0,7                                | 20,6                          | 10,7                        | 4,9                | 5,4  | 1,8                     | 2,3            | 8,4                       | 12,3                       |

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

|      | BE<br>1 | DE<br>2 | GR<br>3 | ES<br>4 | FR<br>5 | IE<br>6 | IT<br>7 | LU<br>8 | NL<br>9 | AT<br>10 | PT<br>11 | FI<br>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 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

|      | Total | Instrumento financiero |           |                       |                       | Sector tenedor                      |      |                              |                   |                                |
|------|-------|------------------------|-----------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------------|------|------------------------------|-------------------|--------------------------------|
|      |       | Efectivo y depósitos   | Préstamos | Valores a corto plazo | Valores a largo plazo | Acreedores residentes <sup>2)</sup> |      |                              |                   | Otros acreedores <sup>3)</sup> |
|      |       |                        |           |                       |                       | Total                               | IFM  | Otras sociedades financieras | Resto de sectores |                                |
| 1    | 2     | 3                      | 4         | 5                     | 6                     | 7                                   | 8    | 9                            | 10                |                                |
| 1994 | 70,7  | 2,8                    | 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                  | 58,6                                | 32,8 | 8,7                          | 17,1              | 16,2                           |
| 1996 | 76,1  | 2,8                    | 17,3      | 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                  | 56,7                                | 31,0 | 11,8                         | 13,9              | 18,7                           |
| 1998 | 73,8  | 2,7                    | 15,1      | 7,9                   | 48,1                  | 53,1                                | 28,8 | 12,7                         | 11,6              | 20,7                           |
| 1999 | 72,8  | 2,9                    | 14,3      | 6,8                   | 48,9                  | 48,5                                | 27,1 | 9,7                          | 11,7              | 24,4                           |
| 2000 | 70,5  | 2,7                    | 13,2      | 6,1                   | 48,5                  | 44,2                                | 23,4 | 9,1                          | 11,7              | 26,2                           |
| 2001 | 69,5  | 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              | 30,3                           |
| 2003 | 70,7  | 2,1                    | 11,8      | 7,4                   | 49,3                  | 38,8                                | 20,6 | 7,3                          | 10,8              | 31,9                           |

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

|      | Total | Emitido por <sup>4)</sup> |                 |              |                  | Plazo a la emisión |               |                          | Vida residual |                  |               | Moneda                                     |               |
|------|-------|---------------------------|-----------------|--------------|------------------|--------------------|---------------|--------------------------|---------------|------------------|---------------|--|---------------|
|      |       | Estado                    | Admón. Regional | Admón. Local | Seguridad social | Hasta un año       | Más de un año | Tipo de interés variable | Hasta un año  | Entre 1 y 5 años | Más de 5 años | Euro o monedas participantes <sup>5)</sup> | Otras monedas |
|      |       |                           |                 |              |                  |                    |               |                          |               |                  |               |  |               |
| 1994 | 70,7  | 58,9                      | 5,3             | 5,9          | 0,6              | 12,3               | 58,3          | 7,2                      | 17,8          | 27,1             | 25,7          | 68,3                                       | 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          | 72,7                                       | 2,1           |
| 1996 | 76,1  | 63,8                      | 6,0             | 5,7          | 0,5              | 12,2               | 63,9          | 5,3                      | 20,5          | 25,8             | 29,7          | 74,0                                       | 2,1           |
| 1997 | 75,5  | 63,2                      | 6,2             | 5,5          | 0,6              | 11,1               | 64,3          | 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          | 71,9                                       | 1,9           |
| 1999 | 72,8  | 61,2                      | 6,1             | 5,2          | 0,3              | 9,2                | 63,6          | 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          | 68,6                                       | 1,8           |
| 2001 | 69,5  | 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  | 57,8                      | 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             | 28,6          | 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 | 65,8 | 53,3 | 44,6 |
| 2001 | 108,0 | 59,4 | 114,7 | 57,5 | 56,5 | 35,9 | 110,6 | 5,5 | 52,9 | 66,1 | 55,8 | 43,8 |
| 2002 | 105,4 | 60,9 | 112,5 | 54,4 | 58,8 | 32,7 | 107,9 | 5,7 | 52,6 | 65,7 | 58,4 | 42,6 |
| 2003 | 100,0 | 64,2 | 109,9 | 50,7 | 63,7 | 32,1 | 106,2 | 5,3 | 54,1 | 64,5 | 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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

|      | Total | Origen de la variación                    |                                     |  |                                 | Instrumentos financieros |           |                       |                       | Sector tenedor                      |      |                              |                                |
|------|-------|---|-------------------------------------|--|---------------------------------|--------------------------|-----------|-----------------------|-----------------------|-------------------------------------|------|------------------------------|--------------------------------|
|      |       | Necesidades de financiación <sup>2)</sup> | Efectos de valoración <sup>3)</sup> | Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup> | Efecto agregación <sup>5)</sup> | Efectivo y depósitos     | Préstamos | Valores a corto plazo | Valores a largo plazo | Acreedores residentes <sup>6)</sup> | IFM  | Otras sociedades financieras | Otros acreedores <sup>7)</sup> |
|      |       |   |                                     |  |                                 |                          |           |                       |                       |                                     |      |                              |                                |
| 1995 | 7,7   | 5,2                                       | 0,4                                 | 2,4  | -0,3                            | 0,1                      | 2,5       | 0,0                   | 5,1                   | 5,1                                 | 4,1  | -0,4                         | 2,6                            |
| 1996 | 3,9   | 4,4                                       | -0,2                                | 0,1  | -0,4                            | 0,1                      | 0,1       | 0,4                   | 3,3                   | 2,4                                 | 1,0  | 1,7                          | 1,4                            |
| 1997 | 2,3   | 2,3                                       | 0,5                                 | -0,4                                       | -0,1                            | 0,0                      | -0,3      | -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 (+) <sup>8)</sup> | Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup> |   |                      |  |           |                            |                 |                        |                       |                         |                              | Otros <sup>11)</sup> |      |
|-------------------------|---|--|---|----------------------|--|-----------|----------------------------|-----------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------------|----------------------|------|
|                         |   | Total                                      | Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP |                      |  |           |                            |                 |                        | Efectos de valoración | Efectos tipos de cambio | Otras variaciones en volumen |                      |      |
|                         |   |  | Total   | Efectivo y depósitos | Valores distintos de acciones <sup>10)</sup> | 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                  | 0,5  |
| 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                  | 0,3  |

Fuente: BCE.

- Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Excluye derivados financieros.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit, datos trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

|        | Total |      | Recursos corrientes |                      |                       |        |                        | Recursos de capital |                            | Pro memoria:<br>carga fiscal <sup>2)</sup> |
|--------|-------|------|---------------------|----------------------|-----------------------|--------|------------------------|---------------------|----------------------------|--|
|        | 1     | 2    | Impuestos directos  | Impuestos indirectos | Cotizaciones sociales | Ventas | Rentas de la propiedad | 8                   | Impuestos sobre el capital |  |
| 1999 I | 44,1  | 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                        | 43,7                                       |
| III    | 45,2  | 44,7 | 11,9                | 13,1                 | 16,1                  | 2,1    | 0,7                    | 0,5                 | 0,3                        | 41,3                                       |
| IV     | 52,0  | 51,3 | 14,5                | 14,9                 | 17,1                  | 3,1    | 0,8                    | 0,7                 | 0,3                        | 46,8                                       |
| 2000 I | 44,0  | 43,5 | 11,2                | 13,2                 | 15,7                  | 1,9    | 0,7                    | 0,5                 | 0,3                        | 40,4                                       |
| II     | 48,3  | 47,7 | 14,1                | 13,6                 | 16,0                  | 2,1    | 1,1                    | 0,6                 | 0,3                        | 44,0                                       |
| III    | 44,9  | 44,5 | 12,1                | 12,8                 | 16,0                  | 2,0    | 0,8                    | 0,4                 | 0,3                        | 41,2                                       |
| IV     | 51,3  | 50,7 | 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                | 12,5                 | 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                        | 45,3                                       |
| 2002 I | 42,7  | 42,3 | 10,4                | 13,0                 | 15,7                  | 1,7    | 0,7                    | 0,4                 | 0,2                        | 39,3                                       |
| II     | 46,4  | 45,8 | 12,9                | 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                        | 40,5                                       |
| IV     | 50,6  | 50,0 | 13,8                | 14,6                 | 16,7                  | 3,2    | 0,8                    | 0,6                 | 0,3                        | 45,4                                       |
| 2003 I | 42,7  | 42,2 | 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                | 12,9                 | 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 | 9,9                 | 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 (-)/<br>superávit (+) | Déficit (-)/<br>superávit (+)<br>primario |                    |
|--------|-------|------|--------------------|-----------------------------|--------------------|-----------|--------------------|---------------------|-----|-----------|-------------------------------|---|--------------------|
|        | 1     | 2    | Total              | Remuneración de asalariados | Consumo intermedio | Intereses | Transf. corrientes | Beneficios sociales |     | Inversión |                               |   | Transf. de capital |
|        |       |      |                    |                             |                    |           |                    | 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    | 47,7  | 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                | 24,2      | 21,2               | 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      | 21,3               | 1,4                 | 3,4 | 2,4       | 1,1                           | 1,2                                       | 5,2                |
| III    | 43,7  | 43,4 | 10,2               | 4,5                         | 4,1                | 24,5      | 21,4               | 1,5                 | 0,3 | 2,5       | 1,1                           | 1,2                                       | 5,3                |
| IV     | 50,8  | 46,9 | 11,2               | 5,3                         | 3,9                | 26,5      | 22,7               | 1,6                 | 3,9 | 3,2       | 1,5                           | 0,4                                       | 4,3                |
| 2001 I | 45,9  | 42,6 | 10,2               | 4,1                         | 4,1                | 24,1      | 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      | 21,3               | 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 | 11,2               | 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     | 47,5  | 44,1 | 10,5               | 4,9                         | 3,7                | 24,9      | 21,7               | 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      | 21,9               | 1,4                 | 3,7 | 2,5       | 1,1                           | -3,2                                      | 0,5                |
| IV     | 52,2  | 47,7 | 11,3               | 5,7                         | 3,5                | 27,2      | 23,5               | 1,5                 | 4,5 | 2,8       | 1,6                           | -1,5                                      | 2,0                |
| 2003 I | 47,1  | 43,6 | 10,5               | 4,3                         | 3,7                | 25,1      | 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      | 22,2               | 1,4                 | 3,6 | 2,6       | 1,0                           | -4,1                                      | -0,7               |
| IV     | 52,6  | 47,8 | 11,3               | 5,7                         | 3,3                | 27,5      | 23,9               | 1,5                 | 4,8 | 3,3       | 1,5                           | -1,5                                      | 1,8                |
| 2004 I | 46,7  | 43,4 | 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

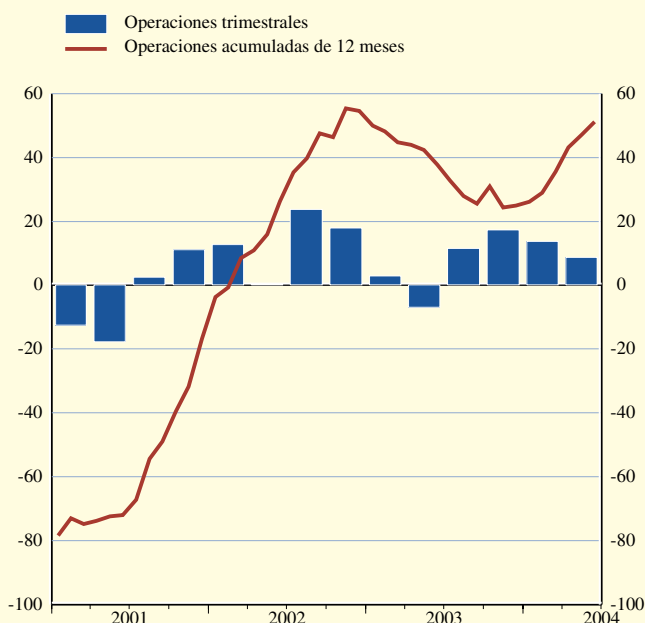
(mm de euros; operaciones netas)

#### 1. Resumen de la balanza de pagos

|   | Cuenta corriente |        |           |       |                    | Cuenta de capital | Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6) | Cuenta financiera |                      |                        |                       |                   |                    | Errores y omisiones |
|---|------------------|--------|-----------|-------|--------------------|-------------------|--|-------------------|----------------------|------------------------|-----------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
|   | Total            | Bienes | Servicios | Renta | Transf. corrientes |                   |  | Total             | Inversiones directas | Inversiones de cartera | Derivados financieros | Otras inversiones | Activos de reserva |                     |
|   | 1                | 2      | 3         | 4     | 5                  | 6                 | 7  | 8                 | 9                    | 10                     | 11                    | 12                | 13                 | 14                  |
| 2001                                      | -16,7            | 73,6   | -0,4      | -38,6 | -51,4              | 6,6               | -10,1  | -34,2             | -112,4               | 67,9                   | -0,9                  | -6,6              | 17,8               | 44,3                |
| 2002                                      | 54,5             | 133,6  | 13,1      | -44,1 | -48,1              | 11,0              | 65,4   | -65,8             | -4,7                 | 114,6                  | -10,8                 | -162,7            | -2,3               | 0,4                 |
| 2003                                      | 24,9             | 108,5  | 15,6      | -43,4 | -55,9              | 13,4              | 38,3   | -50,5             | -13,1                | 17,6                   | -13,1                 | -71,7             | 29,8               | 12,2                |
| 2003 II                                   | -6,9             | 24,2   | 5,7       | -17,0 | -19,7              | 1,9               | -5,0   | -32,0             | 2,7                  | 62,0                   | -1,4                  | -97,6             | 2,3                | 37,0                |
| III                                       | 11,5             | 36,8   | 3,7       | -9,4  | -19,6              | 2,8               | 14,3   | -0,6              | -19,1                | -59,1                  | -4,6                  | 80,1              | 2,0                | -13,6               |
| IV  | 17,3             | 30,7   | 4,3       | -5,0  | -12,7              | 7,4               | 24,7   | -3,6              | -9,6                 | 10,5                   | -4,1                  | -13,9             | 13,6               | -21,2               |
| 2004 I                                    | 13,6             | 28,6   | 0,1       | -8,0  | -7,0               | 3,6               | 17,2   | -12,2             | -23,6                | -3,1                   | 6,6                   | -1,5              | 9,4                | -5,0                |
| II  | 8,7              | 32,7   | 8,8       | -16,4 | -16,4              | 4,1               | 12,7   | -11,7             | -19,2                | 20,9                   | -0,6                  | -9,9              | -2,9               | -1,1                |
| 2003 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                                  | -2,7             | 5,3    | -1,0      | -8,6  | 1,7                | 0,3               | -2,4   | -18,7             | -7,2                 | -9,1                   | 1,8                   | -1,1              | -3,0               | 21,1                |
| Feb                                       | 5,4              | 9,8    | 0,4       | -0,1  | -4,7               | 2,1               | 7,5  | 18,2              | 9,1                  | 13,3                   | 1,3                   | -14,1             | 8,6                | -25,7               |
| Mar                                       | 11,0             | 13,6   | 0,7       | 0,7   | -4,0               | 1,2               | 12,2   | -11,7             | -25,5                | -7,2                   | 3,5                   | 13,8              | 3,7                | -0,4                |
| Abr                                       | 0,2              | 10,2   | 1,5       | -7,5  | -4,0               | 0,8               | 1,0  | -23,3             | -4,7                 | -9,9                   | 0,5                   | -6,4              | -2,7               | 22,3                |
| May                                       | 2,4              | 10,5   | 3,8       | -6,0  | -5,9               | 2,3               | 4,8  | 9,5               | -0,7                 | -0,8                   | -1,0                  | 11,0              | 1,1                | -14,3               |
| Jun                                       | 6,0              | 12,0   | 3,5       | -2,9  | -6,6               | 1,0               | 7,0  | 2,1               | -13,8                | 31,7                   | -0,1                  | -14,4             | -1,3               | -9,1                |
| Jul                                       | 2,8              | 13,9   | 1,8       | -6,6  | -6,3               | 1,1               | 3,9  | -12,0             | -8,5                 | -30,7                  | -0,9                  | 27,5              | 0,6                | 8,0                 |
| Ago                                       | 2,1              | 5,5    | 0,7       | 1,1   | -5,2               | 1,6               | 3,7  | 0,1               | 4,4                  | 5,1                    | -3,1                  | -8,6              | 2,4                | -3,8                |
| <i>operaciones acumuladas de 12 meses</i> |                  |        |           |       |                    |                   |  |                   |                      |                        |                       |                   |                    |                     |
| 2004 Ago                                  | 50,2             | 122,3  | 16,9      | -34,1 | -54,9              | 18,0              | 68,2   | -46,2             | -66,1                | 13,6                   | -1,7                  | -14,9             | 23,0               | -22,0               |

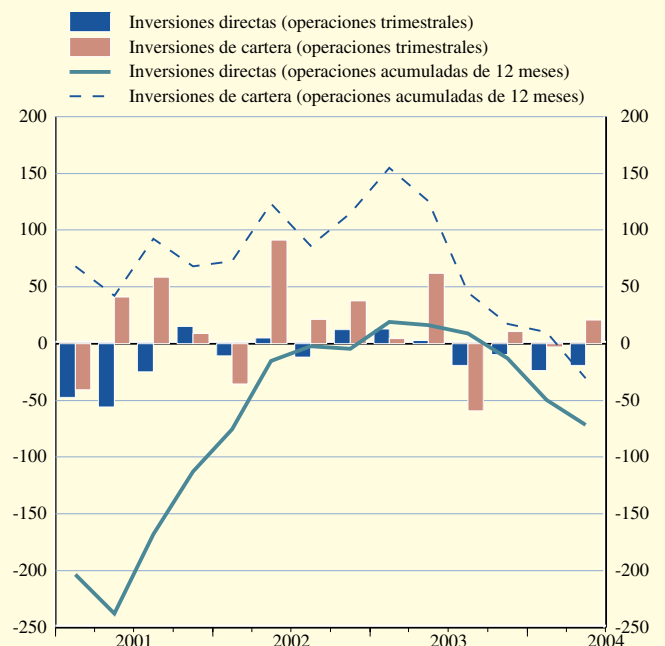
#### C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



#### C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

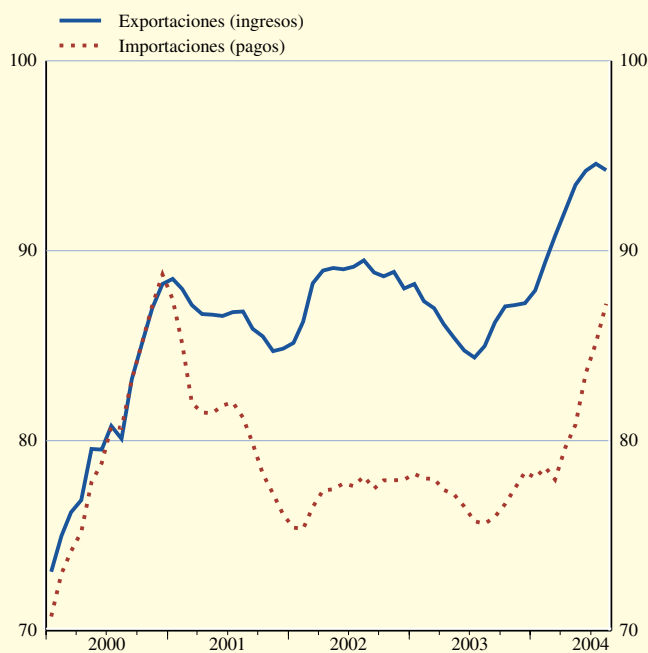
### 2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

|          | Total         |            |           | Bienes        |            | Servicios     |            | Rentas        |            | Transferencias corrientes |             |
|----------|---------------|------------|-----------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------------------|-------------|
|          | Ingresos<br>1 | Pagos<br>2 | Neto<br>3 | Ingresos<br>4 | Pagos<br>5 | Ingresos<br>6 | Pagos<br>7 | Ingresos<br>8 | Pagos<br>9 | Ingresos<br>10            | Pagos<br>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   | 435,9         | 418,2      | 17,7      | 272,3         | 233,8      | 84,4          | 80,0       | 59,2          | 68,1       | 20,2                      | 36,3        |
| II       | 451,0         | 434,7      | 16,3      | 282,6         | 250,6      | 87,7          | 82,0       | 59,8          | 69,6       | 20,8                      | 32,5        |
| 2003 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 | 142,9         | 137,3      | 5,6       | 89,5          | 76,5       | 27,4          | 26,0       | 19,0          | 22,7       | 7,0                       | 12,1        |
| Feb      | 146,6         | 141,4      | 5,2       | 91,5          | 80,1       | 29,3          | 27,6       | 19,7          | 21,9       | 6,1                       | 11,9        |
| Mar      | 146,4         | 139,5      | 6,9       | 91,3          | 77,2       | 27,6          | 26,4       | 20,4          | 23,6       | 7,0                       | 12,3        |
| Abr      | 150,0         | 141,0      | 9,0       | 93,6          | 81,5       | 28,7          | 27,1       | 21,0          | 23,3       | 6,7                       | 9,0         |
| May      | 150,5         | 145,3      | 5,2       | 95,6          | 83,8       | 29,8          | 27,3       | 18,6          | 22,4       | 6,6                       | 11,9        |
| Jun      | 150,5         | 148,4      | 2,1       | 93,5          | 85,3       | 29,2          | 27,6       | 20,2          | 24,0       | 7,6                       | 11,5        |
| Jul      | 146,6         | 145,6      | 1,0       | 94,6          | 86,4       | 26,8          | 26,4       | 19,4          | 21,1       | 5,8                       | 11,7        |
| Ago      | 149,1         | 149,5      | -0,4      | 94,6          | 90,0       | 27,8          | 26,3       | 19,4          | 20,7       | 7,3                       | 12,4        |

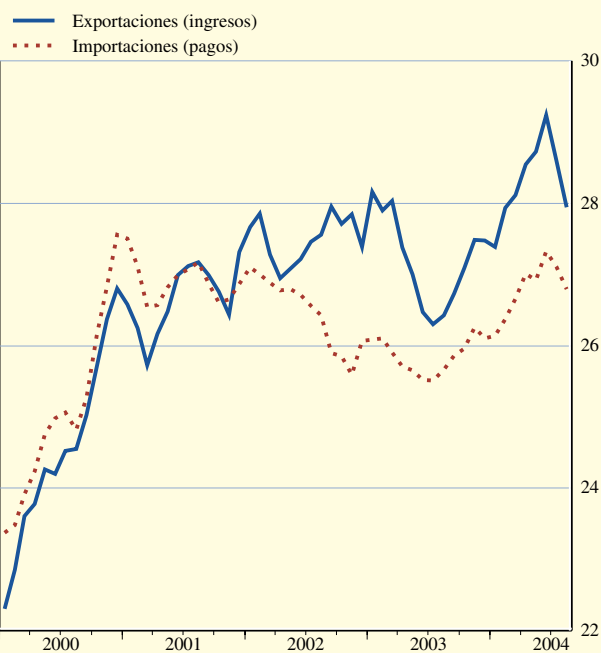
### C29 Bienes

(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   | 430,2            | 416,5   | 13,6  | 265,9    | 237,3 | 76,0      | 75,9  | 56,6     | 64,7  | 31,7                      | 38,7  | 5,1               | 1,6   |
| II       | 451,5            | 442,9   | 8,7   | 284,3    | 251,6 | 87,7      | 78,9  | 64,1     | 80,4  | 15,4                      | 31,9  | 5,3               | 1,2   |
| 2003 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 | 139,8            | 142,5   | -2,7  | 80,9     | 75,7  | 23,9      | 24,9  | 17,5     | 26,1  | 17,5                      | 15,8  | 0,8               | 0,5   |
| Feb      | 134,9            | 129,5   | 5,4   | 85,7     | 75,9  | 24,9      | 24,5  | 17,5     | 17,6  | 6,7                       | 11,5  | 2,6               | 0,5   |
| Mar      | 155,5            | 144,6   | 11,0  | 99,3     | 85,7  | 27,2      | 26,5  | 21,6     | 20,9  | 7,4                       | 11,4  | 1,8               | 0,6   |
| Abr      | 147,9            | 147,7   | 0,2   | 93,2     | 83,1  | 27,7      | 26,1  | 22,1     | 29,6  | 4,9                       | 8,9   | 1,1               | 0,4   |
| May      | 144,3            | 141,9   | 2,4   | 91,8     | 81,3  | 29,1      | 25,4  | 18,4     | 24,4  | 5,0                       | 10,8  | 2,7               | 0,3   |
| Jun      | 159,3            | 153,3   | 6,0   | 99,3     | 87,3  | 30,9      | 27,4  | 23,6     | 26,4  | 5,6                       | 12,1  | 1,5               | 0,5   |
| Jul      | 153,2            | 150,4   | 2,8   | 98,4     | 84,5  | 30,7      | 28,9  | 19,2     | 25,7  | 5,0                       | 11,3  | 1,7               | 0,6   |
| Ago      | 138,2            | 136,0   | 2,1   | 85,9     | 80,4  | 29,2      | 28,5  | 17,4     | 16,3  | 5,6                       | 10,9  | 2,0               | 0,4   |

### 4. Cuenta de rentas

|         | Total                  |       | Rentas del trabajo         |       | Rentas de la inversión        |       |                      |       |                            |       |                               |       |
|---------|------------------------|-------|----------------------------|-------|-------------------------------|-------|----------------------|-------|----------------------------|-------|-------------------------------|-------|
|         | Ingresos               | Pagos | Ingresos                   | Pagos | Total                         |       | Inversiones directas |       |                            |       |                               |       |
|         |                        |       |                            |       | Ingresos                      | Pagos | Total                |       | Acciones y participaciones |       | Valores distintos de acciones |       |
|         |                        |       |                            |       |                               |       | 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 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  | 56,6                   | 64,7  | 3,7                        | 1,3   | 53,0                          | 63,3  | 15,1                 | 15,0  | 12,0                       | 12,6  | 3,1                           | 2,4   |
| II      | 64,1                   | 80,4  | 3,7                        | 1,6   | 60,4                          | 78,8  | 20,9                 | 18,0  | 17,7                       | 15,4  | 3,2                           | 2,6   |
|         | Rentas de la inversión |       |                            |       |                               |       |                      |       |                            |       |                               |       |
|         | Inversiones de cartera |       |                            |       |                               |       | Otras inversiones    |       |                            |       |                               |       |
|         | Total                  |       | Acciones y participaciones |       | Valores distintos de acciones |       |                      |       |                            |       |                               |       |
|         | Ingresos               | Pagos | Ingresos                   | Pagos | Ingresos                      | Pagos | Ingresos             | Pagos | Ingresos                   | Pagos | Ingresos                      | Pagos |
| 13      | 14                     | 15    | 16                         | 17    | 18                            | 19    | 20                   |       |                            |       |                               |       |
| 2001    | 85,0                   | 116,9 | 18,0                       | 44,8  | 67,0                          | 72,1  | 117,0                |       |                            |       |                               |       |
| 2002    | 85,7                   | 123,3 | 19,7                       | 52,4  | 66,0                          | 70,9  | 83,2                 |       |                            |       |                               |       |
| 2003    | 85,2                   | 126,0 | 20,8                       | 49,7  | 64,4                          | 76,3  | 69,6                 |       |                            |       |                               |       |
| 2003 II | 2 3,4                  | 37,7  | 7,8                        | 21,3  | 15,6                          | 16,3  | 17,9                 |       |                            |       |                               |       |
| III     | 21,6                   | 30,7  | 4,8                        | 10,3  | 16,8                          | 20,4  | 16,1                 |       |                            |       |                               |       |
| IV      | 21,2                   | 26,3  | 4,7                        | 9,7   | 16,6                          | 16,6  | 15,7                 |       |                            |       |                               |       |
| 2004 I  | 21,6                   | 30,8  | 4,7                        | 9,4   | 16,9                          | 21,4  | 16,2                 |       |                            |       |                               |       |
| II      | 2 4,3                  | 43,6  | 8,5                        | 25,8  | 15,9                          | 17,8  | 15,1                 |       |                            |       |                               |       |

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   | -27,8                         | -21,3   | -5,8                        | -15,5  | -6,5  | -0,1                        | -6,4   | 4,2                                   | 13,7  | -0,6                        | 14,3   | -9,5  | -0,3                        | -9,2   |
| II       | -32,6                         | -27,4   | -3,7                        | -23,7  | -5,2  | 0,0                         | -5,2   | 13,4                                  | 8,2   | 0,6                         | 7,6    | 5,2   | 0,8                         | 4,4    |
| 2003 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 | -9,4                          | -4,3  | 0,3                         | -4,6   | -5,1  | 0,0                         | -5,1   | 2,2                                   | 7,8   | 0,2                         | 7,5    | -5,6  | -0,1                        | -5,5   |
| Feb      | -5,8                          | -3,2  | -1,2                        | -2,0   | -2,6  | 0,0                         | -2,6   | 14,9                                  | 4,7   | 0,3                         | 4,4    | 10,3  | -0,1                        | 10,3   |
| Mar      | -12,6                         | -13,8   | -4,9                        | -8,9   | 1,2   | -0,1                        | 1,3    | -12,9                                 | 1,2   | -1,2                        | 2,4    | -14,2   | -0,1                        | -14,1  |
| Abr      | -16,0                         | -7,6  | -0,5                        | -7,1   | -8,4  | 0,1                         | -8,5   | 11,3                                  | 5,7   | 0,2                         | 5,5    | 5,5   | 0,0                         | 5,5    |
| May      | -4,5                          | -7,9  | -0,1                        | -7,8   | 3,3   | 0,0                         | 3,4    | 3,8                                   | 5,1   | 0,4                         | 4,7    | -1,3  | 0,3                         | -1,6   |
| Jun      | -12,1                         | -12,0   | -3,2                        | -8,8   | -0,2  | 0,0                         | -0,2   | -1,7                                  | -2,6  | 0,0                         | -2,6   | 0,9   | 0,4                         | 0,5    |
| Jul      | -11,7                         | -9,7  | 0,3                         | -9,9   | -2,0  | 0,0                         | -2,0   | 3,2                                   | 5,6   | 0,2                         | 5,4    | -2,4  | -0,1                        | -2,3   |
| Ago      | 8,8                           | -7,0  | 0,1                         | -7,1   | 15,8  | 0,0                         | 15,7   | -4,4                                  | -4,6  | 0,1                         | -4,8   | 0,3   | 0,0                         | 0,3    |

### 6. Inversiones de cartera por instrumento

|          | Total   |         | Acciones y participaciones |         | Valores distintos de acciones |                      |                                    |         |                      |                                    |
|----------|---------|---------|----------------------------|---------|-------------------------------|----------------------|------------------------------------|---------|----------------------|------------------------------------|
|          | Activos | Pasivos | Activos                    | Pasivos | Activos                       |                      |                                    | Pasivos |                      |                                    |
|          |         |         |                            |         | Total                         | Bonos y obligaciones | Instrumentos del mercado monetario | Total   | Bonos y obligaciones | Instrumentos del mercado monetario |
|          | 1       | 2       | 3                          | 4       | 5                             | 6                    | 7                                  | 8       | 9                    | 10                                 |
| 2001     | -281,9  | 349,8   | -101,6                     | 232,6   | -180,3                        | -155,9               | -24,4                              | 117,3   | 113,1                | 4,1                                |
| 2002     | -175,8  | 290,4   | -40,4                      | 88,9    | -135,4                        | -89,6                | -45,8                              | 201,5   | 133,7                | 67,9                               |
| 2003     | -283,8  | 301,4   | -67,7                      | 103,6   | -216,1                        | -172,8               | -43,3                              | 197,8   | 191,8                | 6,0                                |
| 2003 II  | -107,3  | 169,3   | -33,2                      | 30,5    | -74,1                         | -59,3                | -14,8                              | 138,8   | 124,6                | 14,2                               |
| III      | -63,3   | 4,2     | -19,4                      | 25,1    | -43,9                         | -37,2                | -6,8                               | -20,9   | -7,8                 | -13,1                              |
| IV       | -64,3   | 74,8    | -26,3                      | 45,7    | -38,0                         | -25,4                | -12,6                              | 29,1    | 34,6                 | -5,6                               |
| 2004 I   | -92,4   | 89,3    | -30,8                      | 24,5    | -61,5                         | -46,9                | -14,6                              | 64,8    | 42,1                 | 22,7                               |
| II       | -52,7   | 73,6    | -16,2                      | -5,9    | -36,5                         | -31,5                | -5,0                               | 79,5    | 81,1                 | -1,6                               |
| 2003 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 | -47,2   | 38,0    | -10,2                      | 1,5     | -37,0                         | -19,3                | -17,6                              | 36,5    | 25,8                 | 10,7                               |
| Feb      | -19,0   | 32,3    | -9,8                       | 20,5    | -9,2                          | -3,0                 | -6,2                               | 11,8    | 11,0                 | 0,8                                |
| Mar      | -26,2   | 19,0    | -10,9                      | 2,5     | -15,3                         | -24,6                | 9,2                                | 16,5    | 5,3                  | 11,2                               |
| Abr      | -26,2   | 16,2    | 1,6                        | -19,8   | -27,7                         | -9,6                 | -18,1                              | 36,0    | 36,2                 | -0,2                               |
| May      | -12,9   | 12,1    | -1,3                       | 0,4     | -11,6                         | -15,8                | 4,2                                | 11,6    | 15,5                 | -3,8                               |
| Jun      | -13,6   | 45,3    | -16,4                      | 13,4    | 2,8                           | -6,0                 | 8,8                                | 31,9    | 29,4                 | 2,4                                |
| Jul      | -33,7   | 3,0     | -3,0                       | 8,7     | -30,7                         | -12,4                | -18,3                              | -5,7    | -1,5                 | -4,2                               |
| Ago      | -31,5   | 36,6    | -11,1                      | 15,1    | -20,4                         | -14,3                | -6,1                               | 21,5    | 14,8                 | 6,7                                |

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<br>excluido<br>Eurosistema | No IFM |      |                   | Eurosistema                   | IFM<br>excluido<br>Eurosistema | No IFM |      |                   | Eurosistema                        | IFM<br>excluido<br>Eurosistema | No IFM |      |                   |
|          |                            |                                | Total  | AAPP | Otros<br>sectores |                               |                                | Total  | AAPP | Otros<br>sectores |                                    |                                | Total  | AAPP | Otros<br>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             |
| 2003 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              |
| 2003 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                           | -24,8  | -0,9 | -24,0             | -0,5                          | -26,3                          | -20,2  | -0,6 | -19,6             | -0,2                               | -10,6                          | -3,8   | -1,1 | -2,7              |
| 2004 II  | 0,0                        | -12,4                          | -3,7   | -0,7 | -3,0              | 0,4                           | -8,8                           | -23,1  | -0,2 | -22,9             | 0,1                                | -7,2                           | 2,1    | -2,6 | 4,7               |
| 2003 Ago | 0,0                        | -1,0                           | -4,2   | -    | -                 | -0,6                          | -2,3                           | -3,5   | -    | -                 | 0,1                                | 4,0                            | -7,0   | -    | -                 |
| 2003 Sep | 0,0                        | -3,2                           | -2,4   | -    | -                 | -0,7                          | -4,5                           | -3,6   | -    | -                 | -0,1                               | -1,7                           | -5,6   | -    | -                 |
| 2003 Oct | 0,0                        | -4,7                           | -10,3  | -    | -                 | -0,4                          | -1,7                           | -9,7   | -    | -                 | -0,1                               | -4,1                           | -2,8   | -    | -                 |
| 2003 Nov | 0,0                        | 1,4                            | -5,1   | -    | -                 | 0,0                           | -8,1                           | -6,8   | -    | -                 | -0,1                               | -2,7                           | 1,1    | -    | -                 |
| 2003 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                           | -6,8   | -    | -                 | 0,0                           | -13,0                          | -6,3   | -    | -                 | 0,1                                | -15,5                          | -2,3   | -    | -                 |
| 2004 Feb | 0,1                        | -3,1                           | -6,7   | -    | -                 | 0,0                           | -1,6                           | -1,4   | -    | -                 | -0,2                               | -5,5                           | -0,4   | -    | -                 |
| 2004 Mar | 0,0                        | 0,5                            | -11,4  | -    | -                 | -0,4                          | -11,6                          | -12,5  | -    | -                 | 0,0                                | 10,4                           | -1,1   | -    | -                 |
| 2004 Abr | 0,0                        | -1,0                           | 2,5    | -    | -                 | 0,2                           | -2,8                           | -7,0   | -    | -                 | 0,0                                | -15,3                          | -2,8   | -    | -                 |
| 2004 May | 0,0                        | -1,8                           | 0,5    | -    | -                 | 0,2                           | -7,4                           | -8,6   | -    | -                 | -0,2                               | 2,6                            | 1,8    | -    | -                 |
| 2004 Jun | 0,0                        | -9,7                           | -6,7   | -    | -                 | 0,0                           | 1,4                            | -7,5   | -    | -                 | 0,3                                | 5,5                            | 3,1    | -    | -                 |
| 2004 Jul | 0,0                        | -9,0                           | 6,0    | -    | -                 | -0,3                          | -13,1                          | 1,0    | -    | -                 | 0,3                                | -18,3                          | -0,3   | -    | -                 |
| 2004 Ago | 0,0                        | -4,2                           | -6,8   | -    | -                 | 0,3                           | -21,4                          | 6,8    | -    | -                 | -0,1                               | 5,0                            | -11,0  | -    | -                 |

**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<br>y<br>depósitos | Efectivo<br>y<br>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                       |
| 2003 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                      |
| 2003 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   | -182,0  | 180,5   | -0,6        | -1,2    | -0,6    | -0,5    | -6,4                       | -156,1  | 158,5         | -10,5   | 0,4           | -145,6  | 158,1          | -24,7   | -20,0                      | 29,6                       |
| 2004 II  | -23,6   | 13,7    | 0,9         | 1,6     | -4,1    | -4,0    | 3,1                        | -6,5    | 22,3          | -2,4    | 6,7           | -4,1    | 15,5           | -13,9   | 4,7                        | -13,2                      |
| 2003 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                       |
| 2003 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                       |
| 2003 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                       |
| 2003 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                        |
| 2003 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 | -68,9   | 67,8    | -0,5        | 2,6     | -0,3    | -0,3    | -4,6                       | -62,6   | 76,4          | -1,3    | 4,3           | -61,3   | 72,1           | -5,5    | -4,1                       | -6,7                       |
| 2004 Feb | -28,8   | 14,6    | -0,4        | -4,3    | 0,4     | 0,3     | -0,2                       | -23,8   | 16,6          | -5,5    | -0,6          | -18,3   | 17,2           | -5,1    | -5,0                       | 2,6                        |
| 2004 Mar | -84,3   | 98,1    | 0,2         | 0,5     | -0,7    | -0,5    | -1,5                       | -69,7   | 65,5          | -3,7    | -3,2          | -66,0   | 68,7           | -14,1   | -10,8                      | 33,7                       |
| 2004 Abr | -53,1   | 46,6    | 0,6         | 0,6     | -1,2    | -0,9    | -0,3                       | -51,5   | 54,3          | -6,4    | 0,4           | -45,1   | 53,9           | -1,0    | 3,2                        | -8,0                       |
| 2004 May | 10,7    | 0,2     | -0,1        | -0,3    | 0,1     | 0,2     | 0,5                        | 17,6    | 10,4          | 3,6     | 3,6           | 14,0    | 6,8            | -6,8    | 4,7                        | -10,4                      |
| 2004 Jun | 18,7    | -33,2   | 0,5         | 1,3     | -3,0    | -3,3    | 2,9                        | 27,4    | -42,5         | 0,3     | 2,7           | 27,0    | -45,2          | -6,1    | -3,2                       | 5,2                        |
| 2004 Jul | 57,5    | -30,0   | -0,3        | 1,7     | -0,4    | -0,6    | -0,4                       | 47,6    | -12,5         | 6,8     | -6,5          | 40,7    | -6,0           | 10,6    | 5,0                        | -18,8                      |
| 2004 Ago | -35,3   | 26,6    | -0,2        | 0,1     | -0,3    | -0,5    | 0,1                        | -32,0   | 18,8          | -5,2    | 3,4           | -26,8   | 15,4           | -2,7    | 0,2                        | 7,6                        |

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 9. Otras inversiones por instrumento

|         | Eurosistema                           |                  |                                       |                  | AAPP                    |                                |           |                         |                  |                         |           |                  |
|---------|---------------------------------------|------------------|---------------------------------------|------------------|-------------------------|--------------------------------|-----------|-------------------------|------------------|-------------------------|-----------|------------------|
|         | Activos                               |                  | Pasivos                               |                  | Activos                 |                                |           |                         | Pasivos          |                         |           |                  |
|         | Préstamos/<br>efectivo<br>y depósitos | Otros<br>activos | Préstamos/<br>efectivo<br>y depósitos | Otros<br>pasivos | Créditos<br>comerciales | Préstamos/efectivo y depósitos |           |                         | Otros<br>activos | Créditos<br>comerciales | Préstamos | Otros<br>pasivos |
|         |                                       |                  |                                       |                  |                         | Total                          | Préstamos | Efectivo<br>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 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                     | 0,2                            | 0,7       | -0,5                    | -0,8             | 0,0                     | -6,1      | -0,3             |
| II      | 0,9                                   | 0,0              | 1,5                                   | 0,1              | 0,0                     | -3,6                           | 0,4       | -4,0                    | -0,5             | 0,0                     | 2,9       | 0,2              |
|         | IFM (excluido el Eurosistema)         |                  |                                       |                  | Otros sectores          |                                |           |                         |                  |                         |           |                  |
|         | Activos                               |                  | Pasivos                               |                  | Activos                 |                                |           |                         | Pasivos          |                         |           |                  |
|         | Préstamos/<br>efectivo<br>y depósitos | Otros<br>activos | Préstamos/<br>efectivo<br>y depósitos | Otros<br>pasivos | Créditos<br>comerciales | Préstamos/efectivo y depósitos |           |                         | Otros<br>activos | Créditos<br>comerciales | Préstamos | Otros<br>pasivos |
|         |                                       |                  |                                       |                  |                         | Total                          | Préstamos | Efectivo<br>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 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  | -153,6                                | -2,6             | 157,0                                 | 1,6              | -2,5                    | -20,6                          | -0,6      | -20,0                   | -1,7             | 4,8                     | 24,6      | 0,3              |
| II      | -5,9                                  | -0,6             | 22,2                                  | 0,0              | -3,2                    | -9,8                           | -14,5     | 4,7                     | -0,9             | 1,3                     | -12,8     | -1,7             |

### 10. Activos de reserva

|         | Total | Oro<br>monetario | Derechos<br>especiales<br>de giro | Posición<br>de reserva<br>en el FMI | Divisas convertibles |  |              |                                    |                         |  |                          | Otros<br>activos |
|---------|-------|------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|----------------------|--|--------------|------------------------------------|-------------------------|--|--------------------------|------------------|
|         |       |                  |                                   |                                     | Total                | Efectivos y depósitos                        |              | Valores                            |                         |  | Derivados<br>financieros |                  |
|         |       |                  |                                   |                                     |                      | En las autoridades<br>monetarias<br>y el BPI | En<br>bancos | Acciones<br>y partici-<br>paciones | Bonos y<br>obligaciones | Instrumentos<br>del mercado<br>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 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                                 | 8,7                  | 0,8  | 1,8          | 0,5                                | 8,1                     | -2,4                                     | 0,0                      | 0,0              |
| II      | -2,9  | 0,5              | 0,1                               | 0,6                                 | -4,1                 | -3,3   | 2,2          | 0,0                                | 5,4                     | -8,4                                     | 0,0                      | 0,0              |

Fuente: BCE.

## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

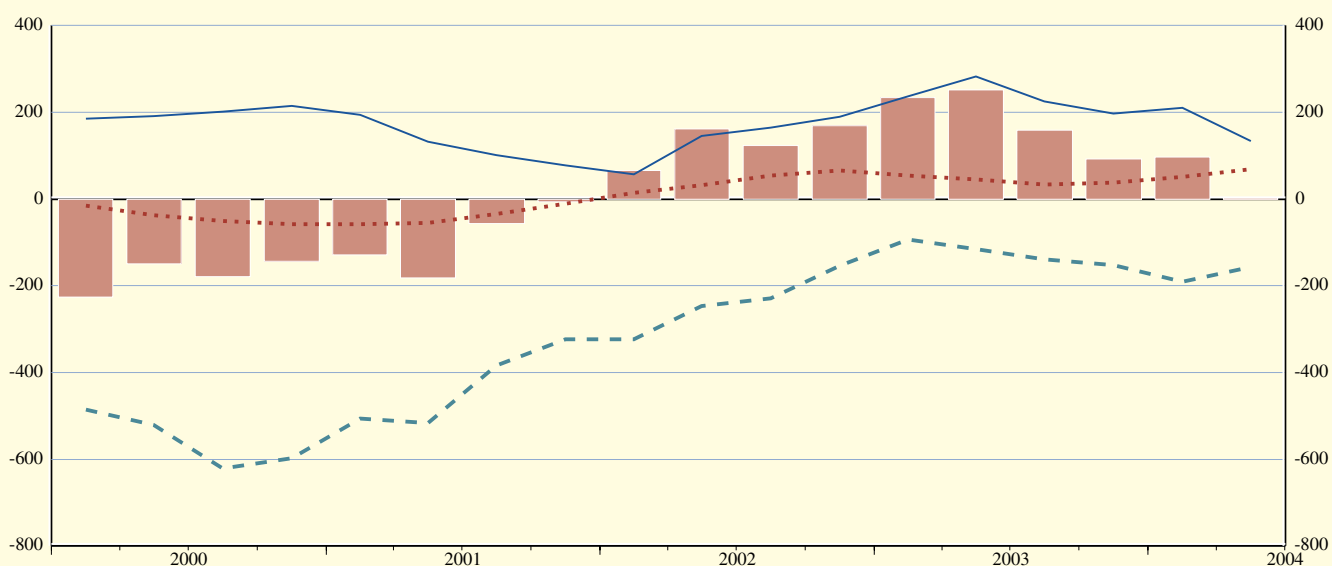
(mm de euros; operaciones)

|   | Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3 |  |  |                        |         |  |                   |         |                          |                           | Pro memoria:<br>Operaciones<br>en la<br>contrapartida<br>exterior de<br>M3 |                                       |
|---|---|--|--|------------------------|---------|--|-------------------|---------|--------------------------|---------------------------|--|---------------------------------------|
|   | Cuenta<br>corriente<br>y cuenta<br>de capital                                   | Inversiones directas                         |  | Inversiones de cartera |         |  | Otras inversiones |         | Derivados<br>financieros | Errores<br>y<br>omisiones |  | Total<br>de las<br>columnas<br>1 a 10 |
|   |   | Por residentes<br>en el exterior<br>(no IFM) | Por no<br>residentes<br>en la zona<br>del euro | Activos                | Pasivos |  | Activos           | Pasivos |                          |                           |  |                                       |
|   |   |  |  |                        | No IFM  | Acciones<br>y partici-<br>paciones <sup>1)</sup> |                   |         |                          |                           |  |                                       |
| 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                                    | 17,2  | -21,9  | 4,5  | -48,8                  | 8,2     | 57,7   | -25,3             | 23,3    | 6,6                      | -5,0                      | 16,4   | 37,5                                  |
| II  | 12,7  | -28,9  | 12,6   | -24,7                  | -5,9    | 68,4   | -18,0             | -10,1   | -0,6                     | -1,1                      | 4,5  | 0,8                                   |
| 2003 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                                  | -2,4  | -9,7   | 2,3  | -15,4                  | -6,6    | 33,8   | -5,8              | -11,3   | 1,8                      | 21,1                      | 7,8  | 22,0                                  |
| Feb                                       | 7,5   | -4,6   | 15,0   | -8,5                   | 20,5    | 7,5  | -4,6              | 2,4     | 1,3                      | -25,7                     | 10,7   | 8,7                                   |
| Mar                                       | 12,2  | -7,6   | -12,8  | -25,0                  | -5,8    | 16,4   | -14,8             | 32,2    | 3,5                      | -0,4                      | -2,1   | 6,8                                   |
| Abr                                       | 1,0   | -15,6  | 11,2   | -7,2                   | -22,6   | 28,9   | -2,2              | -8,3    | 0,5                      | 22,3                      | 8,1  | 6,3                                   |
| May                                       | 4,8   | -4,4   | 3,5  | -6,3                   | 3,8     | 8,8  | -6,7              | -9,9    | -1,0                     | -14,3                     | -21,9  | -20,3                                 |
| Jun                                       | 7,0   | -8,9   | -2,1   | -11,1                  | 13,0    | 30,7   | -9,1              | 8,0     | -0,1                     | -9,1                      | 18,3   | 14,8                                  |
| Jul                                       | 3,9   | -12,0  | 3,3  | 6,7                    | 4,3     | -4,4   | 10,2              | -19,2   | -0,9                     | 8,0                       | 0,0  | -1,1                                  |
| Ago                                       | 3,7   | 8,6  | -4,3   | -11,0                  | 14,9    | 22,5   | -3,0              | 7,7     | -3,1                     | -3,8                      | 32,1   | 29,8                                  |
| <i>operaciones acumuladas de 12 meses</i> |   |  |  |                        |         |  |                   |         |                          |                           |  |                                       |
| 2004 Ago                                  | 68,2  | -101,6                                       | 41,5   | -129,5                 | 82,5    | 178,1  | -37,9             | 5,9     | -1,7                     | -22,0                     | 83,5   | 101,2                                 |

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Inversiones de cartera en valores distintos de acciones de la zona del euro por no residentes (excluidos los valores hasta dos años emitidos por las IFM de la zona del euro)



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.) |                   |              |          |       |       |
|--|---------------|---------------|------------------------|------------------|-------------------|------------------------------|--------------------|------------------------|-------------------|--------------|----------|-------|-------|
|  | Exportaciones | Importaciones | Total                  |                  |                   | Pro memoria:<br>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          | 1.002,2                | 492,4            | 216,4             | 262,8                        | 875,3              | 1.023,6                | 590,9             | 182,8        | 220,8    | 743,6 | 122,7 |
| 2001   | 6,1           | -0,7          | 1.062,3                | 505,8            | 234,8             | 289,1                        | 931,9              | 1.014,1                | 579,0             | 178,8        | 228,2    | 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          | 0,2           | 1.055,8                | 497,6            | 220,9             | 298,6                        | 918,2              | 985,4                  | 550,8             | 162,7        | 239,4    | 710,0 | 108,8 |
| 2003 I   | -1,0          | 3,7           | 265,4                  | 125,7            | 54,9              | 75,5                         | 230,6              | 249,8                  | 142,6             | 41,4         | 58,7     | 178,1 | 29,9  |
| II   | -5,8          | -2,6          | 257,1                  | 122,4            | 52,6              | 72,4                         | 224,6              | 243,4                  | 135,3             | 40,0         | 59,8     | 177,4 | 25,2  |
| III  | -2,5          | -1,2          | 264,5                  | 124,8            | 56,0              | 75,0                         | 231,4              | 243,2                  | 135,0             | 39,5         | 59,9     | 175,3 | 26,8  |
| IV   | -0,7          | 1,1           | 268,8                  | 124,8            | 57,4              | 75,7                         | 231,5              | 249,0                  | 137,9             | 41,8         | 61,0     | 179,1 | 26,9  |
| 2004 I   | 4,9           | 0,0           | 277,2                  | 130,6            | 58,3              | 75,2                         | 241,4              | 250,2                  | 136,9             | 41,0         | 61,9     | 181,8 | 26,2  |
| II   | 11,8          | 8,5           | 286,1                  | 134,4            | 59,0              | 78,4                         | 246,1              | 261,8                  | 144,2             | 43,4         | 61,6     | 185,2 | 29,2  |
| 2004 Mar   | 13,4          | 5,4           | 93,8                   | 44,5             | 19,5              | 25,8                         | 81,3               | 84,4                   | 46,2              | 13,5         | 20,8     | 60,5  | 9,6   |
| Abr  | 10,4          | 5,1           | 95,7                   | 45,1             | 20,0              | 26,1                         | 83,6               | 86,9                   | 47,7              | 14,9         | 20,8     | 62,2  | 8,9   |
| May  | 8,8           | 5,5           | 94,7                   | 44,2             | 19,4              | 25,8                         | 80,7               | 85,9                   | 47,4              | 14,2         | 20,3     | 61,3  | 9,7   |
| Jun  | 16,2          | 15,2          | 95,6                   | 45,0             | 19,6              | 26,6                         | 81,9               | 89,0                   | 49,1              | 14,2         | 20,5     | 61,8  | 10,7  |
| Jul  | 7,8           | 8,6           | 95,6                   | 45,4             | 20,0              | 25,8                         | 83,2               | 90,1                   | 50,5              | 14,0         | 20,8     | 63,7  | 10,9  |
| Ago  | 11,7          | 19,1          | 96,1                   | 46,0             | 20,2              | 26,0                         | 82,9               | 93,2                   | 51,9              | 14,9         | 21,6     | 64,9  | 11,5  |
| 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          | 105,1                  | 102,1            | 108,4             | 108,1                        | 105,6              | 98,9                   | 99,3              | 96,4         | 100,6    | 98,0  | 99,3  |
| 2002   | 2,8           | -0,5          | 108,0                  | 105,1            | 105,7             | 115,3                        | 108,4              | 98,5                   | 98,9              | 90,2         | 104,4    | 96,7  | 101,4 |
| 2003   | 0,8           | 3,6           | 108,8                  | 105,1            | 106,7             | 114,7                        | 108,6              | 101,9                  | 100,1             | 95,7         | 110,1    | 99,7  | 104,7 |
| 2003 I   | 1,9           | 4,1           | 107,9                  | 104,6            | 104,2             | 114,8                        | 107,5              | 100,4                  | 99,4              | 95,8         | 107,0    | 98,5  | 98,4  |
| II   | -2,2          | 2,7           | 106,1                  | 103,5            | 102,0             | 111,6                        | 106,2              | 101,9                  | 100,4             | 94,4         | 110,1    | 99,9  | 104,3 |
| III  | 0,7           | 2,3           | 109,5                  | 106,1            | 108,7             | 115,6                        | 110,0              | 101,3                  | 99,4              | 93,4         | 110,3    | 99,1  | 110,0 |
| IV   | 2,7           | 5,1           | 111,6                  | 106,2            | 111,7             | 116,9                        | 110,6              | 103,8                  | 101,2             | 99,1         | 113,1    | 101,6 | 106,1 |
| 2004 I   | 8,0           | 4,8           | 116,0                  | 111,9            | 114,9             | 116,7                        | 115,9              | 105,5                  | 100,9             | 99,5         | 116,0    | 104,0 | 101,3 |
| II   | 11,7          | 5,4           | 117,9                  | 113,6            | 115,5             | 119,6                        | 116,9              | 106,4                  | 100,9             | 103,0        | 114,4    | 104,1 | 101,1 |
| 2004 Mar   | 16,1          | 9,1           | 117,4                  | 113,8            | 116,2             | 119,9                        | 116,8              | 106,2                  | 101,0             | 98,4         | 116,9    | 103,5 | 110,2 |
| Abr  | 11,4          | 5,8           | 118,9                  | 115,0            | 117,7             | 119,8                        | 119,4              | 107,8                  | 102,5             | 107,0        | 116,9    | 105,5 | 97,2  |
| May  | 8,8           | 1,2           | 117,2                  | 112,2            | 113,9             | 117,7                        | 115,0              | 105,0                  | 99,4              | 101,5        | 113,0    | 103,3 | 102,1 |
| Jun  | 14,9          | 9,2           | 117,7                  | 113,5            | 115,0             | 121,2                        | 116,2              | 106,4                  | 100,9             | 100,4        | 113,3    | 103,5 | 103,9 |
| Jul  | .             | .             | .                      | .                | .                 | .                            | .                  | .                      | 102,1             | 97,5         | .        | .     | .     |
| Ago  | .             | .             | .                      | .                | .                 | .                            | .                  | .                      | .                 | .            | .        | .     | .     |
| 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                  | 100,0             | 99,9         | 100,0    | 99,9  | 99,8  |
| 2001   | 1,0           | 0,2           | 100,9                  | 100,6            | 100,2             | 101,8                        | 100,9              | 100,2                  | 98,6              | 101,4        | 102,7    | 101,6 | 88,6  |
| 2002   | -0,8          | -2,5          | 100,1                  | 99,1             | 99,6              | 102,1                        | 100,0              | 97,7                   | 95,7              | 99,0         | 101,6    | 99,8  | 84,6  |
| 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  | 85,0  |
| 2003 I   | -2,8          | -0,3          | 98,2                   | 97,6             | 97,4              | 100,0                        | 98,0               | 97,2                   | 97,2              | 94,6         | 99,4     | 97,3  | 99,3  |
| II   | -3,7          | -5,2          | 96,8                   | 96,1             | 95,3              | 98,8                         | 96,6               | 93,3                   | 91,3              | 92,7         | 98,4     | 95,5  | 78,7  |
| III  | -3,1          | -3,4          | 96,4                   | 95,6             | 95,2              | 98,7                         | 96,1               | 93,8                   | 91,9              | 92,5         | 98,4     | 95,2  | 79,3  |
| IV   | -3,2          | -3,9          | 96,1                   | 95,4             | 95,0              | 98,6                         | 95,7               | 93,7                   | 92,2              | 92,4         | 97,7     | 94,9  | 82,7  |
| 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  | 84,1  |
| II   | 0,1           | 3,0           | 96,8                   | 96,1             | 94,5              | 99,8                         | 96,2               | 96,2                   | 96,8              | 92,1         | 97,5     | 95,7  | 94,1  |
| 2004 Mar   | -2,3          | -3,4          | 95,6                   | 95,2             | 93,1              | 98,1                         | 95,4               | 93,1                   | 92,8              | 90,3         | 96,7     | 94,4  | 85,4  |
| Abr  | -0,9          | -0,6          | 96,4                   | 95,6             | 94,5              | 99,3                         | 96,0               | 94,5                   | 94,6              | 91,7         | 96,5     | 95,1  | 89,6  |
| May  | 0,0           | 4,2           | 96,8                   | 96,1             | 94,5              | 100,0                        | 96,2               | 95,9                   | 96,8              | 91,7         | 97,5     | 95,7  | 92,5  |
| Jun  | 1,1           | 5,5           | 97,3                   | 96,7             | 94,5              | 100,2                        | 96,6               | 98,1                   | 98,8              | 92,9         | 98,5     | 96,4  | 100,3 |
| Jul  | .             | .             | .                      | .                | .                 | .                            | .                  | .                      | 100,4             | 94,0         | .        | .     | .     |
| Ago  | .             | .             | .                      | .                | .                 | .                            | .                  | .                      | .                 | .            | .        | .     | .     |

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

**7.3 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           |
| <b>Exportaciones (f.o.b)</b>                    |         |                                 |        |           |       |       |                |       |                     |        |                |              |
| 2000  | 1.002,2 | 189,1                           | 39,4   | 23,5      | 97,2  | 63,9  | 172,5          | 34,4  | 153,6               | 56,4   | 47,0           | 125,2        |
| 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  | 1.055,8 | 193,1                           | 38,6   | 24,8      | 117,4 | 63,3  | 166,1          | 31,3  | 170,4               | 59,4   | 37,9           | 153,5        |
| 2003 I  | 265,4   | 49,1                            | 9,6    | 6,3       | 28,3  | 16,6  | 43,1           | 7,8   | 42,7                | 14,7   | 10,4           | 36,7         |
| II  | 257,1   | 47,0                            | 9,5    | 6,1       | 29,3  | 15,6  | 40,2           | 7,6   | 41,4                | 14,5   | 9,5            | 36,4         |
| III   | 264,5   | 48,0                            | 9,6    | 6,3       | 30,2  | 15,3  | 41,4           | 7,8   | 43,3                | 15,2   | 9,1            | 38,4         |
| IV  | 268,8   | 49,1                            | 9,8    | 6,1       | 29,6  | 15,9  | 41,4           | 8,1   | 43,0                | 14,9   | 8,9            | 41,9         |
| 2004 I  | 277,2   | 49,1                            | 10,0   | 6,1       | 31,2  | 15,5  | 42,4           | 8,4   | 46,5                | 15,1   | 9,6            | 43,1         |
| II  | 286,1   | 50,2                            | 10,3   | 6,2       | 31,5  | 16,3  | 44,0           | 8,1   | 47,1                | 16,1   | 9,8            | 46,5         |
| 2004 Mar  | 93,8    | 16,1                            | 3,4    | 2,0       | 10,6  | 5,2   | 14,6           | 2,8   | 15,4                | 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            | 14,6         |
| May   | 94,7    | 16,5                            | 3,5    | 2,0       | 10,6  | 5,3   | 14,5           | 2,6   | 15,5                | 4,9    | 3,4            | 16,0         |
| Jun   | 95,6    | 16,9                            | 3,4    | 2,1       | 9,8   | 5,4   | 14,6           | 2,8   | 15,8                | 5,7    | 3,2            | 15,9         |
| Jul   | 95,6    | 17,1                            | 3,5    | 2,1       | 10,0  | 5,9   | 14,4           | 2,8   | 16,9                | 5,5    | 3,4            | 14,0         |
| Ago   | 96,1    | .                               | .      | .         | .     | .     | .              | .     | .                   | .      | .              | .            |
| <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         |
| <b>Importaciones (c.i.f)</b>                    |         |                                 |        |           |       |       |                |       |                     |        |                |              |
| 2000  | 1.023,6 | 159,5                           | 39,1   | 22,3      | 78,8  | 50,4  | 142,0          | 67,3  | 217,0               | 73,7   | 40,3           | 133,0        |
| 2001  | 1.014,1 | 154,5                           | 35,6   | 22,0      | 88,9  | 52,9  | 138,7          | 58,5  | 208,2               | 74,0   | 40,9           | 139,9        |
| 2002  | 984,4   | 149,6                           | 35,6   | 22,9      | 93,5  | 52,1  | 125,6          | 52,7  | 204,7               | 67,8   | 39,4           | 140,5        |
| 2003  | 985,4   | 137,8                           | 36,7   | 23,0      | 102,1 | 50,4  | 110,2          | 51,9  | 215,7               | 69,0   | 39,6           | 149,1        |
| 2003 I  | 249,8   | 35,8                            | 9,2    | 5,9       | 24,6  | 13,1  | 28,3           | 13,3  | 53,4                | 18,5   | 9,7            | 37,8         |
| II  | 243,4   | 34,3                            | 9,1    | 5,8       | 25,2  | 12,5  | 28,1           | 13,2  | 53,0                | 16,9   | 9,7            | 35,5         |
| III   | 243,2   | 33,6                            | 9,1    | 5,6       | 25,3  | 12,4  | 27,2           | 12,6  | 53,1                | 17,0   | 9,7            | 37,6         |
| IV  | 249,0   | 34,0                            | 9,3    | 5,7       | 27,0  | 12,4  | 26,6           | 12,8  | 56,1                | 16,5   | 10,5           | 38,1         |
| 2004 I  | 250,2   | 33,5                            | 9,3    | 5,9       | 27,0  | 12,7  | 26,1           | 13,4  | 55,4                | 16,5   | 10,6           | 39,8         |
| II  | 261,8   | 34,4                            | 9,7    | 5,8       | 26,2  | 13,2  | 29,7           | 12,6  | 62,6                | 16,8   | 10,6           | 40,1         |
| 2004 Mar  | 84,4    | 10,9                            | 3,1    | 2,1       | 9,0   | 4,2   | 8,7            | 4,5   | 19,0                | 5,7    | 3,6            | 13,4         |
| Abr   | 86,9    | 11,2                            | 3,2    | 1,9       | 9,7   | 4,4   | 10,2           | 4,3   | 20,4                | 5,2    | 3,7            | 12,8         |
| May   | 85,9    | 11,4                            | 3,3    | 1,9       | 8,5   | 4,4   | 9,7            | 4,1   | 20,6                | 5,6    | 3,4            | 13,0         |
| Jun   | 89,0    | 11,7                            | 3,3    | 2,0       | 7,9   | 4,4   | 9,8            | 4,2   | 21,7                | 6,1    | 3,5            | 14,3         |
| Jul   | 90,1    | 12,2                            | 3,3    | 2,0       | 8,6   | 4,4   | 9,5            | 4,6   | 21,6                | 6,2    | 3,7            | 14,1         |
| Ago   | 93,2    | .                               | .      | .         | .     | .     | .              | .     | .                   | .      | .              | .            |
| <i>en porcentaje del total de importaciones</i> |         |                                 |        |           |       |       |                |       |                     |        |                |              |
| 2003  | 100,0   | 14,0                            | 3,7    | 2,3       | 10,4  | 5,1   | 11,2           | 5,3   | 21,9                | 7,0    | 4,0            | 15,1         |
| <b>Saldo</b>                                    |         |                                 |        |           |       |       |                |       |                     |        |                |              |
| 2000  | -21,4   | 29,6                            | 0,3    | 1,2       | 18,4  | 13,5  | 30,4           | -32,9 | -63,5               | -17,3  | 6,7            | -7,8         |
| 2001  | 48,2    | 47,8                            | 1,4    | 2,4       | 17,0  | 13,4  | 41,6           | -24,0 | -42,8               | -13,5  | 8,9            | -3,9         |
| 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  | 70,4    | 55,3                            | 1,9    | 1,8       | 15,4  | 12,9  | 56,0           | -20,6 | -45,3               | -9,6   | -1,7           | 4,4          |
| 2003 I  | 15,6    | 13,3                            | 0,4    | 0,4       | 3,8   | 3,5   | 14,8           | -5,6  | -10,8               | -3,8   | 0,6            | -1,1         |
| II  | 13,8    | 12,7                            | 0,4    | 0,3       | 4,0   | 3,1   | 12,1           | -5,6  | -11,6               | -2,4   | -0,2           | 0,9          |
| III   | 21,3    | 14,3                            | 0,5    | 0,7       | 4,9   | 2,9   | 14,2           | -4,8  | -9,8                | -1,8   | -0,6           | 0,7          |
| IV  | 19,8    | 15,0                            | 0,5    | 0,4       | 2,7   | 3,5   | 14,8           | -4,7  | -13,1               | -1,6   | -1,6           | 3,9          |
| 2004 I  | 27,0    | 15,6                            | 0,7    | 0,2       | 4,2   | 2,8   | 16,3           | -5,0  | -8,8                | -1,3   | -1,0           | 3,3          |
| II  | 24,3    | 15,8                            | 0,6    | 0,4       | 5,3   | 3,1   | 14,3           | -4,5  | -15,6               | -0,7   | -0,8           | 6,4          |
| 2004 Mar  | 9,4     | 5,2                             | 0,2    | -0,1      | 1,6   | 0,9   | 5,9            | -1,7  | -3,6                | -0,7   | -0,5           | 2,2          |
| Abr   | 8,9     | 5,6                             | 0,3    | 0,2       | 1,4   | 1,2   | 4,6            | -1,6  | -4,6                | 0,4    | -0,4           | 1,8          |
| May   | 8,8     | 5,0                             | 0,2    | 0,1       | 2,0   | 1,0   | 4,8            | -1,5  | -5,1                | -0,7   | 0,0            | 3,0          |
| Jun   | 6,6     | 5,2                             | 0,1    | 0,1       | 1,9   | 1,0   | 4,9            | -1,4  | -5,9                | -0,4   | -0,4           | 1,6          |
| Jul   | 5,5     | 4,9                             | 0,2    | 0,1       | 1,5   | 1,5   | 5,0            | -1,8  | -4,7                | -0,6   | -0,4           | -0,1         |
| Ago   | 2,9     | .                               | .      | .         | .     | .     | .              | .     | .                   | .      | .              | .            |

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

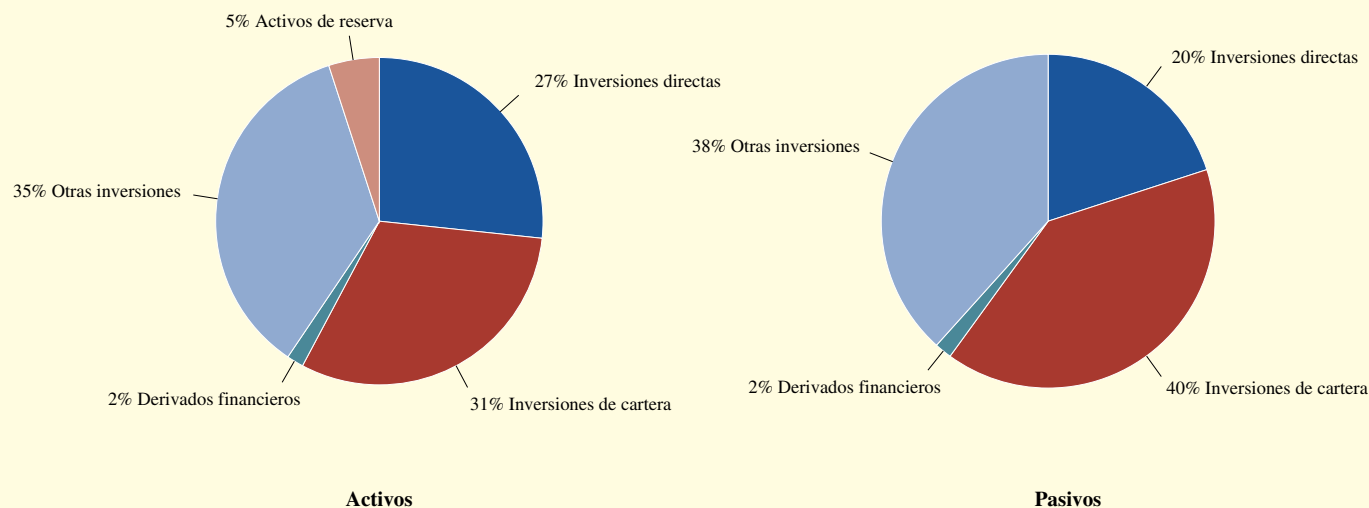
## 7.4 Posición de inversión internacional

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

### 1. Posición de inversión internacional: resumen

|  | Total<br>1 | Total<br>en porcentaje<br>del PIB<br>2 | Inversiones<br>directas<br>3 | Inversiones<br>de cartera<br>4 | Derivados<br>financieros<br>5 | Otras<br>inversiones<br>6 | Activos<br>de reserva<br>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    | 92,4                                   | 1.174,5                      | 2.058,0                        | 111,1                         | 2.070,8                   | 382,2                      |
| 2000                                     | 6.751,2    | 102,6                                  | 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    | 102,8                                  | 1.937,5                      | 2.270,4                        | 122,6                         | 2.581,3                   | 366,1                      |
| Pasivos: saldos vivos                    |            |  |                              |                                |                               |                           |                            |
| 1999                                     | 6.115,1    | 97,5                                   | 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 periodo)

### 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                  | IFM excluido Eurosistema | Bonos y obligaciones |      |                | Instrumentos del mercado monetario |                          |        |      |                |
|      |                            |                          | Total   | AAPP | Otros sectores |                               |                          | Total                | AAPP | Otros sectores | Euro-sistema                       | IFM excluido Eurosistema | No IFM |      |                |
|      |                            |                          |         |      |                |                               |                          |                      |      |                |                                    |                          | 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 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                           |
| Sep  | 298,2              | 131,4          | 392,200                   | 4,6                         | 20,5                          | 141,8              | 8,0                                    | 31,2      | 102,5   | -                          | -                    | -                     | 0,1   | 0,0           | 19,1   | -8,5                           |
| de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo |                    |                |                           |                             |                               |                    |  |           |         |                            |                      |                       |   |               |  |                                |
| 2001 Dic   | 49,3               | 7,8            | 24,656                    | 0,1                         | 0,0                           | 41,4               | 0,8                                    | 7,0       | 33,6    | 0,0                        | 23,5                 | 10,1                  | 0,0   | 0,0           | 3,6  | -5,9                           |
| 2002 Dic   | 45,5               | 8,1            | 24,656                    | 0,2                         | 0,0                           | 37,3               | 1,2                                    | 9,9       | 26,1    | 0,0                        | 19,5                 | 6,7                   | 0,0   | 0,0           | 3,0  | -5,2                           |
| 2003 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                           |
| Sep  | 38,0               | 8,3            | 24,656                    | 0,2                         | 0,0                           | 29,6               | 0,9                                    | 6,8       | 21,9    | -                          | -                    | -                     | 0,0   | 0,0           | 2,0  | -1,0                           |

Fuente: BCE.

## TIPOS DE CAMBIO

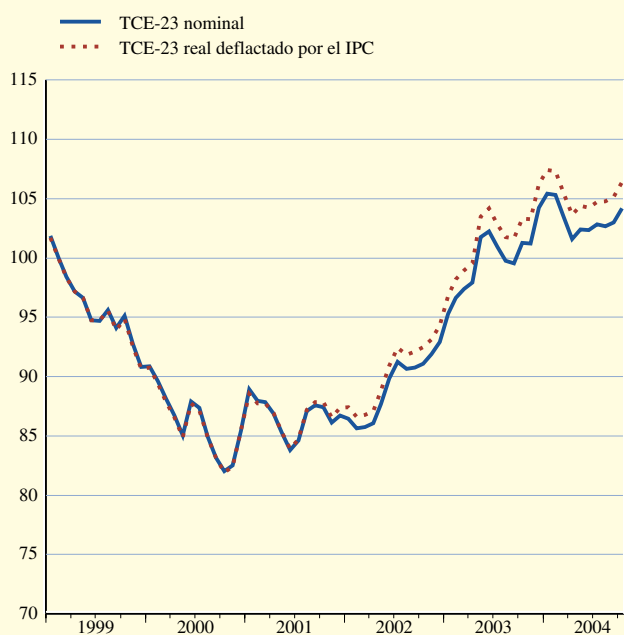
### 8.1 Tipos de cambio efectivos 1)

(medias del período; índice 1999 I=100)

|          | TCE-23                                   |           |            |                        |            |            | TCE-42  |           |
|----------|--|-----------|------------|------------------------|------------|------------|---------|-----------|
|          | Nominal                                  | Real, IPC | Real, IPRI | Real, deflador del PIB | Real, CLUM | Real, CLUT | Nominal | Real, IPC |
|          | 1  | 2         | 3          | 4                      | 5          | 6          | 7       | 8         |
| 2001     | 86,7                                     | 86,8      | 88,4       | 86,7                   | 86,3       | 85,1       | 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     | 104,5      | .                      | .          | .          | 110,1   | 104,5     |
| 2003 Oct | 101,3                                    | 103,3     | 103,1      | .                      | .          | .          | 108,0   | 103,0     |
| 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   | 104,4     |
| Ago      | 102,7                                    | 104,8     | 104,4      | .                      | .          | .          | 109,9   | 104,4     |
| Sep      | 103,0                                    | 105,1     | 104,8      | .                      | .          | .          | 110,3   | 104,7     |
| Oct      | 104,2                                    | 106,4     | 106,0      | .                      | .          | .          | 111,5   | 105,8     |
|          | <i>% de variación sobre mes anterior</i> |           |            |                        |            |            |         |           |
| 2004 Oct | 1,1                                      | 1,2       | 1,2        | .                      | .          | .          | 1,1     | 1,1       |
|          | <i>% de variación sobre año anterior</i> |           |            |                        |            |            |         |           |
| 2004 Oct | 2,9                                      | 3,0       | 2,8        | .                      | .          | .          | 3,3     | 2,8       |

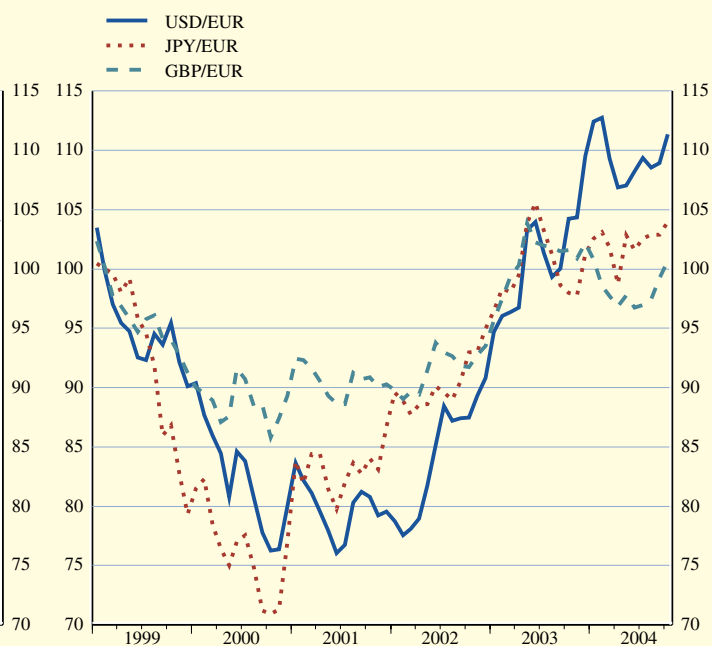
### C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



### C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

|          | Dólar estado-unidense          | Libra esterlina | Yen japonés | Franco suizo | Corona sueca | Won sur-coreano | Dólar de Hong Kong | Corona danesa | Dólar singapurense | Dólar canadiense | Corona noruega | Dólar australiano | Corona islandesa | Dólar neozelandés | Rand sud-africano |
|----------|--------------------------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|--------------------|---------------|--------------------|------------------|----------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          | 1                              | 2               | 3           | 4            | 5            | 6               | 7                  | 8             | 9                  | 10               | 11             | 12                | 13               | 14                | 15                |
| 2001     | 0,8956                         | 0,62187         | 108,68      | 1,5105       | 9,2551       | 1.154,83        | 6,9855             | 7,4521        | 1,6039             | 1,3864           | 8,0484         | 1,7319            | 87,42            | 2,1300            | 7,6873            |
| 2002     | 0,9456                         | 0,62883         | 118,06      | 1,4670       | 9,1611       | 1.175,50        | 7,3750             | 7,4305        | 1,6912             | 1,4838           | 7,5086         | 1,7376            | 86,18            | 2,0366            | 9,9072            |
| 2003     | 1,1312                         | 0,69199         | 130,97      | 1,5212       | 9,1242       | 1.346,90        | 8,8079             | 7,4307        | 1,9703             | 1,5817           | 8,0033         | 1,7379            | 86,65            | 1,9438            | 8,5317            |
| 2003 III | 1,1248                         | 0,69888         | 132,14      | 1,5451       | 9,1631       | 1.321,05        | 8,7674             | 7,4309        | 1,9699             | 1,5533           | 8,2472         | 1,7089            | 88,40            | 1,9254            | 8,3505            |
| IV       | 1,1890                         | 0,69753         | 129,45      | 1,5537       | 9,0093       | 1.404,56        | 9,2219             | 7,4361        | 2,0507             | 1,5659           | 8,2227         | 1,6622            | 89,16            | 1,9032            | 8,0159            |
| 2004 I   | 1,2497                         | 0,67987         | 133,97      | 1,5686       | 9,1843       | 1.464,18        | 9,7201             | 7,4495        | 2,1179             | 1,6482           | 8,6310         | 1,6337            | 87,22            | 1,8532            | 8,4768            |
| II       | 1,2046                         | 0,66704         | 132,20      | 1,5374       | 9,1450       | 1.400,41        | 9,3925             | 7,4393        | 2,0518             | 1,6374           | 8,2634         | 1,6907            | 87,70            | 1,9180            | 7,9465            |
| III      | 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 Oct | 1,1692                         | 0,69763         | 128,12      | 1,5485       | 9,0105       | 1.364,70        | 9,0530             | 7,4301        | 2,0282             | 1,5489           | 8,2274         | 1,6867            | 89,17            | 1,9446            | 8,1540            |
| Nov      | 1,1702                         | 0,69278         | 127,84      | 1,5590       | 8,9939       | 1.388,09        | 9,0836             | 7,4370        | 2,0233             | 1,5361           | 8,1969         | 1,6337            | 88,60            | 1,8608            | 7,8806            |
| Dic      | 1,2286                         | 0,70196         | 132,43      | 1,5544       | 9,0228       | 1.463,90        | 9,5386             | 7,4419        | 2,1016             | 1,6131           | 8,2421         | 1,6626            | 89,68            | 1,8982            | 7,9934            |
| 2004 Ene | 1,2613                         | 0,69215         | 134,13      | 1,5657       | 9,1368       | 1.492,23        | 9,7951             | 7,4481        | 2,1415             | 1,6346           | 8,5925         | 1,6374            | 87,69            | 1,8751            | 8,7788            |
| Feb      | 1,2646                         | 0,67690         | 134,78      | 1,5734       | 9,1763       | 1.474,74        | 9,8314             | 7,4511        | 2,1323             | 1,6817           | 8,7752         | 1,6260            | 86,72            | 1,8262            | 8,5555            |
| Mar      | 1,2262                         | 0,67124         | 133,13      | 1,5670       | 9,2346       | 1.429,40        | 9,5547             | 7,4493        | 2,0838             | 1,6314           | 8,5407         | 1,6370            | 87,23            | 1,8566            | 8,1326            |
| Abr      | 1,1985                         | 0,66533         | 129,08      | 1,5547       | 9,1653       | 1.381,58        | 9,3451             | 7,4436        | 2,0193             | 1,6068           | 8,2976         | 1,6142            | 87,59            | 1,8727            | 7,8890            |
| May      | 1,2007                         | 0,67157         | 134,48      | 1,5400       | 9,1277       | 1.412,29        | 9,3618             | 7,4405        | 2,0541             | 1,6541           | 8,2074         | 1,7033            | 87,97            | 1,9484            | 8,1432            |
| Jun      | 1,2138                         | 0,66428         | 132,86      | 1,5192       | 9,1430       | 1.406,18        | 9,4648             | 7,4342        | 2,0791             | 1,6492           | 8,2856         | 1,7483            | 87,55            | 1,9301            | 7,8110            |
| Jul      | 1,2266                         | 0,66576         | 134,08      | 1,5270       | 9,1962       | 1.420,66        | 9,5672             | 7,4355        | 2,0995             | 1,6220           | 8,4751         | 1,7135            | 87,71            | 1,8961            | 7,5137            |
| Ago      | 1,2176                         | 0,66942         | 134,54      | 1,5387       | 9,1861       | 1.409,37        | 9,4968             | 7,4365        | 2,0886             | 1,6007           | 8,3315         | 1,7147            | 87,08            | 1,8604            | 7,8527            |
| 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            |
| Oct      | 1,2490                         | 0,69144         | 135,97      | 1,5426       | 9,0620       | 1.426,19        | 9,7284             | 7,4379        | 2,0947             | 1,5600           | 8,2349         | 1,7050            | 87,58            | 1,8280            | 7,9861            |
|          | % variación sobre mes anterior |                 |             |              |              |                 |                    |               |                    |                  |                |                   |                  |                   |                   |
| 2004 Oct | 2,2                            | 1,5             | 1,1         | 0,0          | -0,3         | 1,6             | 2,1                | 0,0           | 1,1                | -1,1             | -1,5           | -2,0              | -0,1             | -1,4              | -0,1              |
|          | % variación sobre año anterior |                 |             |              |              |                 |                    |               |                    |                  |                |                   |                  |                   |                   |
| 2004 Oct | 6,8                            | -0,9            | 6,1         | -0,4         | 0,6          | 4,5             | 7,5                | 0,1           | 3,3                | 0,7              | 0,1            | 1,1               | -1,8             | -6,0              | -2,1              |

|          | 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     | 1.699,762  |
| IV       | 0,58404                        | 32,096       | 15,6466        | 259,82         | 3,4526        | 0,6528     | 0,4287       | 4,6232       | 236,1407       | 41,184          | 1,9494      | 39,735     | 1.721,043  |
| 2004 I   | 0,58615                        | 32,860       | 15,6466        | 260,00         | 3,4530        | 0,6664     | 0,4283       | 4,7763       | 237,6479       | 40,556          | 1,9517      | 40,550     | 1.665,395  |
| II       | 0,58480                        | 32,022       | 15,6466        | 252,16         | 3,4528        | 0,6542     | 0,4255       | 4,6877       | 238,8648       | 40,076          | 1,9493      | 40,664     | 1.759,532  |
| III      | 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 Oct | 0,58418                        | 31,989       | 15,6466        | 255,77         | 3,4525        | 0,6483     | 0,4281       | 4,5952       | 235,6663       | 41,304          | 1,9473      | 38,803     | 1.679,067  |
| Nov      | 0,58328                        | 31,974       | 15,6466        | 259,31         | 3,4528        | 0,6471     | 0,4275       | 4,6174       | 236,1345       | 41,102          | 1,9476      | 39,927     | 1.726,781  |
| Dic      | 0,58459                        | 32,329       | 15,6466        | 264,74         | 3,4525        | 0,6631     | 0,4304       | 4,6595       | 236,6662       | 41,132          | 1,9533      | 40,573     | 1.761,551  |
| 2004 Ene | 0,58647                        | 32,724       | 15,6466        | 264,32         | 3,4531        | 0,6707     | 0,4301       | 4,7128       | 237,3167       | 40,731          | 1,9557      | 41,107     | 1.698,262  |
| Feb      | 0,58601                        | 32,857       | 15,6466        | 263,15         | 3,4532        | 0,6698     | 0,4284       | 4,8569       | 237,5123       | 40,551          | 1,9535      | 40,563     | 1.682,658  |
| Mar      | 0,58598                        | 32,985       | 15,6466        | 253,33         | 3,4528        | 0,6596     | 0,4266       | 4,7642       | 238,0683       | 40,400          | 1,9465      | 40,029     | 1.620,374  |
| Abr      | 0,58630                        | 32,519       | 15,6466        | 250,41         | 3,4529        | 0,6502     | 0,4251       | 4,7597       | 238,4520       | 40,151          | 1,9465      | 40,683     | 1.637,423  |
| May      | 0,58589                        | 31,976       | 15,6466        | 252,91         | 3,4528        | 0,6557     | 0,4259       | 4,7209       | 238,7400       | 40,164          | 1,9464      | 40,554     | 1.818,487  |
| Jun      | 0,58239                        | 31,614       | 15,6466        | 253,02         | 3,4528        | 0,6565     | 0,4254       | 4,5906       | 239,3591       | 39,923          | 1,9547      | 40,753     | 1.814,266  |
| Jul      | 0,58171                        | 31,545       | 15,6466        | 249,89         | 3,4528        | 0,6596     | 0,4259       | 4,4651       | 239,9023       | 39,899          | 1,9558      | 40,962     | 1.784,116  |
| Ago      | 0,57838                        | 31,634       | 15,6466        | 248,85         | 3,4528        | 0,6586     | 0,4261       | 4,4310       | 239,9900       | 40,111          | 1,9559      | 40,946     | 1.799,918  |
| 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  |
| Oct      | 0,57595                        | 31,491       | 15,6466        | 246,69         | 3,4528        | 0,6690     | 0,4297       | 4,3182       | 239,9067       | 39,997          | 1,9559      | 41,082     | 1.860,247  |
|          | % variación sobre mes anterior |              |                |                |               |            |              |              |                |                 |             |            |            |
| 2004 Oct | -0,2                           | -0,3         | 0,0            | -0,4           | 0,0           | 1,2        | 0,5          | -1,3         | 0,0            | -0,1            | 0,0         | 0,0        | 1,2        |
|          | % variación sobre año anterior |              |                |                |               |            |              |              |                |                 |             |            |            |
| 2004 Oct | -1,4                           | -1,6         | 0,0            | -3,6           | 0,0           | 3,2        | 0,4          | -6,0         | 1,8            | -3,2            | 0,4         | 5,9        | 10,8       |

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          |
| <b>IAPC</b>   |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 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   | 3,0             | 1,0       | 3,9     | 2,5    | 7,4     | 2,3      | 7,0     | 3,0   | 4,7     | 3,6       | 7,2        | 1,2    | 1,2         |
| 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   | 2,8             | 0,9       | 3,8     | 1,8    | 7,7     | 3,0      | 6,7     | 3,2   | 4,7     | 3,4       | 6,4        | 1,2    | 1,1         |
| <b>Déficit (-) / superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB</b> |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 2001  | -5,9            | 2,1       | 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    | -5,8  | -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    | -9,6  | -3,9    | -2,0      | -3,7       | 0,3    | -3,3        |
| <b>Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB</b>                 |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 2001  | 25,3            | 49,2      | 4,4     | 64,3   | 14,9    | 22,9     | 53,5    | 62,0  | 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    | 62,3  | 41,1    | 29,5      | 43,3       | 52,6   | 38,3        |
| 2003  | 37,8            | 45,9      | 5,3     | 70,9   | 14,4    | 21,4     | 59,1    | 70,4  | 45,4    | 29,4      | 42,6       | 52,0   | 39,8        |
| <b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>    |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 2004 Abr  | 4,60            | 4,30      | -       | 5,17   | 4,89    | 4,55     | 7,89    | 4,65  | 7,02    | 4,83      | 5,06       | 4,55   | 4,99        |
| 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        |
| Sep   | 5,02            | 4,38      | -       | 6,58   | 4,87    | 4,56     | 8,58    | 4,70  | 6,96    | 4,63      | 5,04       | 4,37   | 4,95        |
| <b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>                      |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 2004 Abr  | 2,06            | 2,17      | 2,62    | 3,94   | 4,49    | 2,69     | -       | 2,90  | 5,69    | 4,99      | 5,35       | 2,19   | 4,39        |
| May   | 2,16            | 2,20      | 2,61    | 5,16   | 4,47    | 2,70     | -       | 2,90  | 5,99    | 4,76      | 4,91       | 2,20   | 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       | 2,20   | 4,79        |
| Jul   | 2,47            | 2,22      | 2,41    | 5,23   | 4,05    | 2,69     | -       | 2,94  | 6,34    | 4,03      | 3,96       | 2,20   | 4,86        |
| Ago   | 2,57            | 2,21      | 2,41    | 5,16   | 4,12    | 2,71     | -       | 2,96  | 6,60    | 4,01      | 3,96       | 2,20   | 4,96        |
| Sep   | 2,72            | 2,21      | 2,41    | 5,15   | 4,14    | 2,68     | -       | 2,96  | 7,12    | 4,07      | 4,16       | 2,20   | 4,95        |
| <b>PIB real</b>   |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 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             | 1,7       | 7,0     | 3,6    | 8,8     | 7,1      | 4,2     | 2,3   | .       | 3,8       | 5,5        | 2,8    | 3,4         |
| II  | .               | 2,6       | .       | 4,1    | 7,7     | 7,5      | 4,0     | -1,5  | .       | 4,6       | 5,4        | 3,5    | 3,6         |
| <b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>                                |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 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      | -7,6       | 7,9    | -2,8        |
| <b>Costes laborales unitarios</b>   |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 2002  | 5,8             | 1,8       | 4,1     | -      | -0,4    | -1,2     | 8,9     | -     | -1,6    | 6,0       | 4,4        | 0,8    | 3,4         |
| 2003  | 3,9             | 2,2       | 4,6     | -      | 4,9     | 1,5      | 7,0     | -     | .       | 4,8       | 6,6        | 0,5    | .           |
| 2003 IV   | 2,7             | 1,0       | 2,7     | -      | -       | .        | -       | -     | -       | -         | -          | -      | .           |
| 2004 I  | .               | 1,6       | 4,7     | -      | -       | .        | -       | -     | -       | -         | -          | -      | .           |
| II  | .               | 0,6       | 4,8     | -      | -       | .        | -       | -     | -       | -         | -          | -      | .           |
| <b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>                 |                 |           |         |        |         |          |         |       |         |           |            |        |             |
| 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       | 10,2    | 4,5    | 10,4    | 12,7     | 5,7     | 8,2   | 19,2    | 6,5       | 17,5       | 5,6    | 5,0         |
| 2004 I  | 8,4             | 5,6       | 9,8     | 5,0    | 9,9     | 11,5     | 5,8     | 8,9   | 19,1    | 6,2       | 18,3       | 6,2    | 4,7         |
| II  | 8,4             | 5,4       | 9,6     | 4,7    | 9,8     | 11,2     | 5,8     | 8,8   | 18,9    | 6,1       | 18,5       | 6,5    | 4,7         |
| III   | 8,4             | 5,3       | 9,1     | 5,0    | 9,7     | 10,7     | 5,8     | 8,5   | 18,7    | 5,9       | 18,1       | 6,5    | .           |
| 2004 May  | 8,4             | 5,4       | 9,6     | 4,5    | 9,8     | 11,1     | 5,7     | 8,8   | 18,9    | 6,0       | 18,5       | 6,6    | 4,7         |
| Jun   | 8,4             | 5,4       | 9,5     | 4,8    | 9,7     | 11,1     | 5,7     | 8,8   | 18,8    | 6,0       | 18,4       | 6,5    | 4,7         |
| Jul   | 8,4             | 5,3       | 9,3     | 4,9    | 9,7     | 11,0     | 5,8     | 8,6   | 18,8    | 5,9       | 18,2       | 6,4    | 4,6         |
| Ago   | 8,4             | 5,3       | 9,1     | 5,0    | 9,7     | 10,7     | 5,8     | 8,4   | 18,7    | 5,9       | 18,0       | 6,3    | .           |
| Sep   | 8,4             | 5,3       | 8,9     | 5,1    | 9,7     | 10,4     | 5,9     | 8,4   | 18,7    | 5,9       | 18,0       | 6,8    | .           |

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

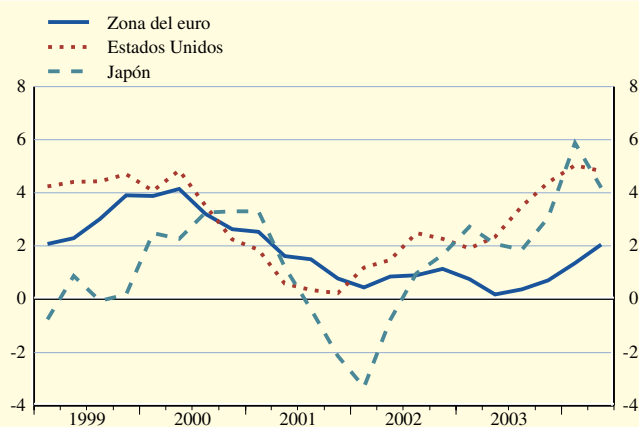
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

|                | Índice de precios de consumo | Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup> | PIB a precios constantes | Índice de producción industrial (manufacturas) | Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) | Agregado monetario amplio <sup>2)</sup> | Tipos de depósitos bancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en % | Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en % | Tipo de cambio en <sup>4)</sup> nacional por euro | Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB | Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup> |
|----------------|------------------------------|---|--------------------------|--|--|---|---|--|---|---|--|
|                | 1                            | 2   | 3                        | 4  | 5  | 6                                       | 7   | 8  | 9   | 10  | 11   |
| Estados Unidos |                              |   |                          |  |  |   |   |  |   |   |  |
| 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            | 2,7                          | .   | 3,9                      | 5,8  | 5,4  | 4,6                                     | 1,75  | 4,29   | 1,2220  | .   | .  |
| 2004 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                          | -   | -                        | 6,2  | 5,4  | 4,4                                     | 1,73  | 4,27   | 1,2176  | -   | -  |
| Sep            | 2,5                          | -   | -                        | 4,9  | 5,4  | 4,9                                     | 1,90  | 4,13   | 1,2218  | -   | -  |
| Oct            | .                            | -   | -                        | .  | .  | .                                       | 2,08  | 4,08   | 1,2490  | -   | -  |
| 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  | 5,2  | 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            | -0,1                         | .   | .                        | 6,3  | .  | 1,9                                     | 0,05  | 1,64   | 134,38  | .   | .  |
| 2004 Jun       | 0,0                          | -8,0  | -                        | 8,9  | 4,6  | 1,7                                     | 0,05  | 1,77   | 132,86  | -   | -  |
| Jul            | -0,1                         | -5,1  | -                        | 5,7  | 4,9  | 1,8                                     | 0,05  | 1,79   | 134,08  | -   | -  |
| Ago            | -0,2                         | .   | -                        | 9,8  | .  | 1,8                                     | 0,05  | 1,63   | 134,54  | -   | -  |
| Sep            | 0,0                          | .   | -                        | 3,8  | .  | 2,0                                     | 0,05  | 1,50   | 134,51  | -   | -  |
| Oct            | .                            | .   | -                        | .  | .  | .                                       | 0,05  | 1,49   | 135,97  | -   | -  |

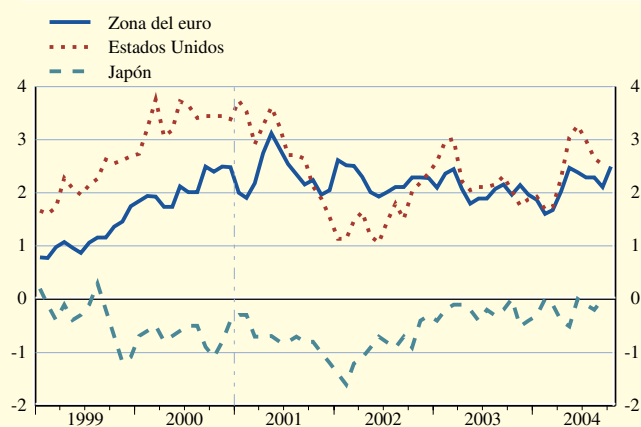
### C35 Producto interior bruto a precios constantes

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

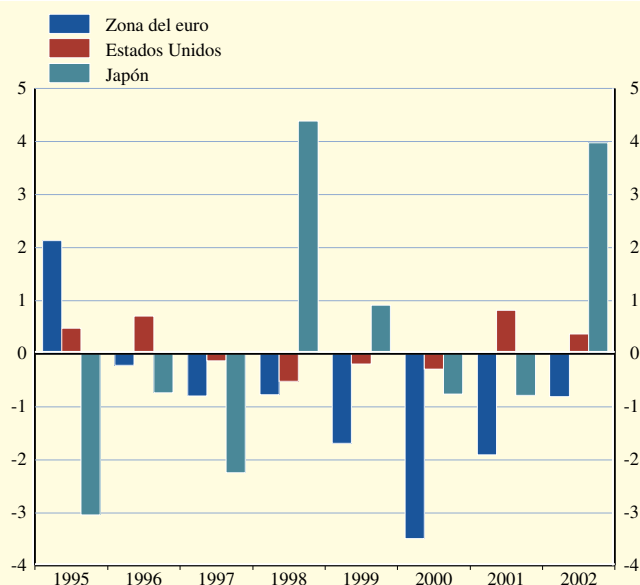
(en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

|                | Ahorro e inversión nacionales |                            |   | Inversión y financiación de las sociedades no financieras |                                 |  |              |                          |                             | Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup> |  |                            |                          |
|----------------|-------------------------------|----------------------------|---|---|---------------------------------|--|--------------|--------------------------|-----------------------------|---|--|----------------------------|--------------------------|
|                | Ahorro bruto                  | Formación bruta de capital | Capacidad de financiación frente al resto del mundo | Formación bruta de capital                                | Formación bruta de capital fijo | Adquisiciones netas de activos financieros | Ahorro bruto | Pasivos netos contraídos | Valores, incluidas acciones | Empleos de capital <sup>2)</sup>                      | Adquisiciones netas de activos financieros | Ahorro bruto <sup>3)</sup> | Pasivos netos contraídos |
|                | 1                             | 2                          | 3   | 4   | 5                               | 6  | 7            | 8                        | 9                           | 10  | 11   | 12                         | 13                       |
| Estados Unidos |                               |                            |   |   |                                 |  |              |                          |                             |   |  |                            |                          |
| 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                      |
| 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                      |
| 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                     |
| 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                      |
| 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                      |
| 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                     |
| 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                      |
| II             | .                             | 23,3                       | .   | .   | .                               | -25,8                                      | .            | -20,5                    | -0,9                        | .   | 4,1  | .                          | -5,7                     |
| III            | .                             | 24,1                       | .   | .   | .                               | 9,8  | .            | -5,5                     | -3,0                        | .   | -5,5                                       | .                          | 1,1                      |
| 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                      |
| II             | .                             | 23,1                       | .   | .   | .                               | -10,1                                      | .            | -12,3                    | -0,6                        | .   | 4,7  | .                          | -5,9                     |

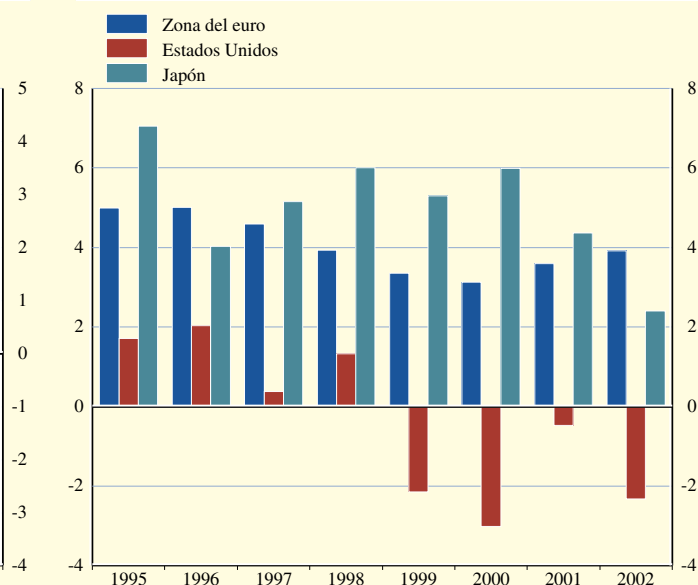
### C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



### C38 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Economic and Social Research Institute.

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

2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.

3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

## LISTA DE GRÁFICOS

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| C1  | Agregados monetarios  | S12 |
| C2  | Contrapartidas  | S12 |
| C3  | Componentes de los agregados monetarios   | S13 |
| C4  | Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo  | S13 |
| C5  | Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras  | S14 |
| C6  | Préstamos a hogares   | S15 |
| C7  | Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro  | S16 |
| C8  | Depósitos de los intermediarios financieros   | S17 |
| C9  | Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares   | S18 |
| C10 | Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro  | S19 |
| C11 | Detalle de los valores en poder de las IFM  | S20 |
| C12 | Activos totales de los fondos de inversión  | S24 |
| C13 | Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro                      | 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](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «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 IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

## 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

<sup>4</sup> Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «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 «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int)

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de noviembre 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios, y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, 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 95<sup>3</sup>. 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), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo, de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

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.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo

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

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>6</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. 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) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>7</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1, 7.2, 7.4 y 7.5) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 2 de mayo de 2003 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7)<sup>8</sup>, 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 detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el *Manual de Balanza de Pagos* del FMI.

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

<sup>8</sup> DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 7.3.1 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). La diferencia en las importaciones ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), teniendo relación una parte significativa de este porcentaje con la inclusión de los seguros y fletes en los datos de comercio exterior (c.i.f.).

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En la sección 7.5 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en la sección 7.5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada *Statistical treatment of the*

*Eurosystem's international reserves* (octubre 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

### TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los 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 de septiembre del 2004 y el Occasional Paper n.º 2 del BCE (*The*

*effective exchange rate of the euro*, de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

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

#### **EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO**

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

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 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 periodos de mantenimiento de reservas, con lo que

<sup>1</sup> 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, 7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE 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 agosto y octubre 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.  
«Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», noviembre 2004.  
«Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», noviembre 2004.  
«Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», noviembre 2004.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### **DOCUMENTOS OCASIONALES**

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.

- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. Papathanassiou, octubre 2004.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 395 «Fiscal sustainability and public debt in an endogenous growth model», por J. Fernández-Huertas Moraga y J.-P. Vidal, octubre 2004.
- 396 «The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models», por J. Henry, P. Hernández de Cos y S. Momigliano, octubre 2004.
- 397 «Determinants of euro term structure of credit spreads», por A. Van Landschoot, octubre 2004.
- 398 «Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities», por Y. Altunbas y D. Marqués Ibáñez, octubre 2004.
- 399 «Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities», por C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov y N. Valla, octubre 2004.
- 400 «Cross-country differences in monetary policy transmission», por R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan y J. Vallés, octubre 2004.
- 401 «Foreign direct investment and international business cycle comovement», por W. J. Jansen y A. C. J. Stokman, octubre 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.

«Convergence Report 2004», octubre 2004.

«Informe de Convergencia 2004: Información y resumen», octubre 2004.

«Standards for securities clearing and settlement in the European Union», octubre 2004.

«The European Central Bank - History, role and functions», octubre 2004.

«E-payments without frontiers», 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 Eurosistema. 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.