



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
DICIEMBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE 2004

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

*Traducción provisional realizada por el Banco de España.
La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del
BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta
versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográfi-
cas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al
contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2004

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la
responsabilidad del Comité Ejecutivo
del BCE. Su traducción y su publicación
corren a cargo de los bancos centrales
nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permi-
te la reproducción para fines docentes o
sin ánimo de lucro, siempre que se cite
la fuente.*

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 1 de diciembre de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	
Evolución monetaria y financiera	
Precios y costes	
Producto, demanda y mercado de trabajo	
Evolución de las finanzas públicas	
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	

Recuadros

1 Predicción de los precios futuros del petróleo	16
2 Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios	19
3 Ahorro, financiación e inversión de los hogares y de las sociedades no financieras de la zona del euro en el 2003	33
4 Condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro	36
5 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 11 de agosto de 2004 y el 8 de noviembre de 2004	43
6 Tendencias recientes de la volatilidad implícita en el mercado de renta fija	47
7 Competencia y evolución de los precios en los mercados del gas y de la electricidad de la zona del euro	59
8 Posible impacto de la eliminación de los contingentes en el sector textil y de la confección	63
9 Buenas prácticas de recopilación y notificación de las estadísticas sobre finanzas públicas	77
10 Comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2004 elaboradas por los expertos del BCE	83
11 Previsiones de otras instituciones	84

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
9 CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
18 EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)	V
80 DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE ENERO DEL 2003	IX
86 GLOSARIO	XV

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

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

Las perspectivas a corto plazo para la inflación continúan siendo motivo de preocupación. Aunque, en el momento actual, la evolución de los precios del petróleo está ejerciendo un efecto considerable sobre los precios de consumo de la zona del euro, la información disponible no indica que se esté produciendo una acumulación de presiones inflacionistas internas. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE en sus reducidos niveles en términos históricos. Al mismo tiempo, existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo cuya vigilancia continuada es esencial.

Comenzando con el análisis económico en el que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, el crecimiento de la economía se ha moderado en el segundo semestre del 2004, tras la positiva evolución observada en el primer semestre. Se estima que la tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real ha alcanzado en el tercer trimestre de este año tan sólo un 0,3%, frente al 0,7% y el 0,5% registrados, respectivamente, en los dos trimestres anteriores. Según Eurostat, la contribución de las exportaciones netas se ha tornado negativa, como consecuencia, principalmente, del fuerte crecimiento de las importaciones, y la evolución del consumo privado ha sido moderada, debido, probablemente, a la subida de los precios del petróleo. Por otra parte, el crecimiento de la inversión se ha incrementado y se ha producido una acumulación de las existencias. Los datos disponibles de las encuestas de opinión para octubre y noviembre apuntan a que el crecimiento proseguirá en el cuarto trimestre, si bien a un ritmo más pausado que en el primer semestre del año.

Siguen estando presentes las condiciones para que continúe el crecimiento económico. En el ámbito exterior, se espera que, pese a que se observan signos de moderación, el crecimiento

mundial mantenga su fortaleza. Las exportaciones de la zona del euro deberían seguir beneficiándose de la situación de la demanda mundial. En el ámbito interno, la inversión debería encontrar un apoyo adicional en las muy favorables condiciones de financiación existentes en la zona del euro, la mejora de los beneficios y el incremento de la eficiencia de las empresas resultante del proceso de reestructuración empresarial. Por último, se dan las condiciones para que se produzca una recuperación del consumo, que mejorarían si hubiese un compromiso firme de saneamiento presupuestario y de aplicación de reformas estructurales, al disminuir la incertidumbre relativa al alcance y ritmo de avance en estos ámbitos.

En consecuencia, se espera una recuperación gradual de la actividad económica de la zona del euro en los dos próximos años, aunque con tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las esperadas hace varios meses, debido al efecto de los precios del petróleo. Esta evaluación queda reflejada, asimismo, en las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se proyecta que el crecimiento del PIB real de la zona del euro se situará, en promedio, entre el 1,6% y el 2,0% en el 2004, en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 2,4% en el 2005, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. Las previsiones realizadas por organizaciones internacionales y entidades privadas presentan una perspectiva general muy similar.

Los riesgos a la baja para estas proyecciones están relacionados fundamentalmente con la posibilidad de una evolución desfavorable del mercado del petróleo. A fin de limitar tales riesgos, es necesario evitar que se produzcan efectos secundarios en la fijación de precios y salarios, y las autoridades presupuestarias deberían abstenerse de adoptar medidas que pudieran prolongar o distorsionar el proceso de ajuste necesario. Asimismo, el grado de competencia del sector energético de la zona del euro constituye un factor importante para que la subida de los precios del petróleo pueda ser absorbida sin distorsiones significativas. El logro de nuevos avances en la intensificación de la competencia en este sector sería muy beneficioso.

Por lo que se refiere a los precios de consumo, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió en noviembre hasta el 2,2%, desde el 2,4% registrado en octubre. Es previsible que durante los próximos meses las tasas de inflación se mantengan por encima del 2%, y no puede descartarse que sobrepasen temporalmente los niveles actuales. No obstante, a más largo plazo, los datos de que se dispone hasta el momento indican que, de no producirse perturbaciones adversas, la inflación medida por el IAPC se situará en niveles inferiores al 2% durante el 2005, y no apuntan a una acumulación de presiones inflacionistas en la zona del euro. El incremento de los salarios ha seguido siendo medido en los últimos trimestres y se espera que esta tendencia se mantenga en el futuro en el contexto de continuidad en la moderación del crecimiento y de debilidad de los mercados de trabajo. Los precios industriales muestran una tendencia al alza, aunque, al estar concentrada en los bienes intermedios y energéticos, debería tener un alcance limitado.

Estas expectativas quedan también reflejadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema. Se proyecta que la tasa interanual de inflación medida por el IAPC se situará en promedio entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004. A medida que disminuya gradualmente el efecto de la reciente subida de los precios del petróleo y de anteriores incrementos de los impuestos indirectos, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,5% en el 2005, y entre el 1,0% y el 2,2% en el 2006. Estas estimaciones son, en general, coherentes con las previsiones publicadas recientemente por organizaciones internacionales y entidades privadas.

Existen diversos riesgos al alza que han de ser tenidos en cuenta. En concreto los motivos de preocupación se refieren a la evolución futura de los precios del petróleo y, en términos más generales, a la posibilidad del riesgo de que se produzcan efectos secundarios en la fijación de precios y salarios que se transmitan a la economía. Asimismo, es necesario vigilar atentamente la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

El análisis monetario aporta más información sobre las perspectivas para la evolución de los precios en horizontes de medio y más largo plazo. Los últimos datos monetarios confirman una interrupción de la tendencia descendente observada desde mediados del 2003 en la tasa interanual de crecimiento de M3 en los últimos meses, e incluso un cambio en dicha tendencia.

A lo largo del 2004, la evolución monetaria ha sido el resultado de dos factores opuestos. Por una parte, el muy reducido nivel histórico de los tipos de interés de la zona del euro ha estimulado el crecimiento de M3 y, en concreto, la demanda de los componentes más líquidos de M3 contenidos en el agregado monetario estrecho M1. Por otra, se ha observado un retorno a la normalidad de las decisiones de cartera, tras la preferencia excepcionalmente acusada por la liquidez observada durante el período de mayor incertidumbre económica y financiera comprendido entre el 2001 y mediados del 2003. No obstante, parece que la preferencia de los inversores por los activos líquidos ha seguido siendo mayor de lo que hubiera cabido esperar en el momento actual del ciclo económico, debido, posiblemente, a que en los últimos años, la incertidumbre económica y financiera ha sido relativamente intensa y prolongada.

El nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés constituye asimismo un estímulo para la demanda de crédito por parte del sector privado. En concreto, la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda ha seguido siendo intensa, respaldada, además, por el fuerte dinamismo de la evolución de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro. El crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras se ha acelerado en los últimos meses.

Como resultado de la persistencia del elevado crecimiento de M3 durante los últimos años, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro sigue siendo sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista, lo que podría representar riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas, si bien es preciso realizar un atento seguimiento de los diversos riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de una continua vigilancia en lo que se refiere a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Resulta esencial impedir que la evolución de los precios de consumo a corto plazo se transmita a las expectativas de inflación a largo plazo.

Por lo que se refiere a las políticas presupuestarias, los próximos presupuestos y programas de estabilidad deberían contener señales creíbles dirigidas a reforzar la confianza, es decir, a transmitir que, en el ámbito de las finanzas públicas, se están llevando a cabo esfuerzos orientados al saneamiento y a la realización de ajustes para favorecer el crecimiento. En lo que concierne al marco institucional europeo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el procedimiento de déficit excesivo constituyen los pilares fundamentales de la UEM

en relación con las finanzas públicas y deben mantenerse firmes. El texto vigente del Pacto y del procedimiento de déficit excesivo ha de respetarse en su integridad, si bien su aplicación podría mejorarse, sobre todo en lo que se refiere a las medidas de carácter preventivo.

Por último, el Consejo de Gobierno respalda el llamamiento expresado en el informe elaborado por el Grupo de Alto Nivel presidido por Wim Kok para renovar el impulso del proceso de Lisboa y redefinir sus objetivos. En este contexto, el Consejo de Gobierno reitera su apoyo decidido a los esfuerzos de los Gobiernos, los Parlamentos y los interlocutores sociales dirigidos a la aplicación del programa de reformas, especialmente de aquellas encaminadas a fomentar el crecimiento del empleo, incentivar la inversión y estimular la innovación y la productividad. Los avances logrados en esta dirección, además de aumentar el potencial de crecimiento de la economía de la zona del euro a medio plazo, contribuirán a reforzar la confianza de consumidores y empresas en un horizonte temporal más corto.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial ha seguido moderándose, al tiempo que se ha mantenido un ritmo vigoroso en casi todas las regiones. Si bien los niveles del precio del crudo continúan siendo elevados, desde octubre se ha revertido en parte el alza registrada, que ha contribuido de forma importante a la reciente disminución del crecimiento. En promedio, las presiones inflacionistas relacionadas con el petróleo aún son moderadas y se limitan a los componentes de los precios relacionados con la energía. En este contexto, las perspectivas generales para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo relativamente favorables. No obstante, la continuidad de los elevados precios del petróleo o un ajuste negativo de los desequilibrios mundiales representan un considerable riesgo a la baja para estas perspectivas.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial sigue moderándose con respecto a las altas tasas observadas en el primer semestre del año, ya que en muchos países, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre se redujo aún más (véase gráfico 1). Sin embargo, se mantuvo la solidez de la actividad en general, registrándose un crecimiento especialmente vigoroso en América Latina y en Asia, excluido Japón. Si bien se preveía cierta moderación del crecimiento a medida que madurase el ciclo económico mundial, la reciente escalada de los precios del petróleo ha sido un factor de atenuación del crecimiento adicional e importante. Parte de este incremento ya se ha revertido desde finales de octubre, cuando los precios del crudo registraron un máximo histórico. Este cambio de tendencia ha venido acompañado de un repunte en los mercados de renta variable en todo el mundo.

Aunque el alza de los precios del petróleo está teniendo algún efecto en las tasas de inflación, el impacto se limita, en gran medida, a los componentes de los índices de precios relacionados con la energía. Además, los precios de los alimentos han ejercido recientemente cierta presión al alza sobre los precios de consumo en varios países. La evolución de los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía, ha sido, en general, relativamente moderada, de lo que se deduce que los efectos indirectos y secundarios de la subida de los precios del petróleo siguen siendo bastante poco acusados.

El crecimiento sostenido en Estados Unidos, combinado con una nueva desaceleración en algunos países y la incertidumbre respecto al rumbo futuro de la política fiscal estadounidense, ha vuelto a suscitar recientemente la inquietud de los mercados por los desequilibrios mundiales, lo que ha contribuido a una depreciación relativamente generalizada del dólar, que ha registrado retrocesos especialmente acusados frente al euro y el yen japonés.

ESTADOS UNIDOS

En los últimos meses, la actividad económica ha registrado un repunte en Estados Unidos, tras la desaceleración observada en el segundo trimestre. Según estimaciones preliminares, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,9% en el tercer trimestre del 2004, frente al 3,3% del trimestre anterior. Esta aceleración se debió, fundamentalmente, al significativo aumento del gasto real en bienes de consumo duradero personal en respuesta a los incentivos que ofrecieron los fabricantes de vehículos de motor durante el verano. Aunque la tasa de crecimiento de la inversión real total en capital fijo se redujo notablemente, la inversión en capital fijo no residencial mantuvo una vigorosa tasa de expansión. La demanda exterior neta siguió siendo un lastre para el crecimiento del PIB, aunque las exportaciones aumentaron a un ritmo algo más rápido que las importaciones. De hecho, tras los incrementos sostenidos del déficit comercial, el déficit por cuenta corriente registró otro máximo histórico de 166,2 mm de dólares, equivalente al 5,7% del PIB, en el segundo trimestre del 2004. Además, el déficit presupuestario experimentó un nuevo deterioro. El déficit del Gobierno Federal correspondiente al ejercicio 2004, que finalizó el 30 de septiem-

bre, ascendió a 412,6 mm de dólares, un 9,4% más que en el ejercicio anterior, y se prevé que, en el año 2004, se sitúe en torno al 3,6% del PIB.

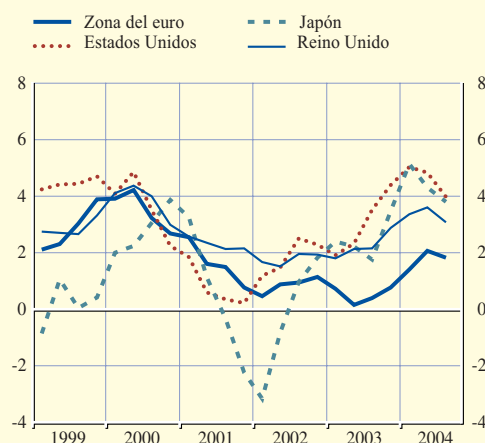
De cara al futuro, se espera que el producto siga registrando un crecimiento vigoroso. El sector de producción, que ha financiado el actual repunte de la inversión, sobre todo por medios internos, se caracteriza por la solidez de sus balances. Ello, combinado con la orientación expansiva de la política fiscal y la situación financiera actual, que sigue siendo de estímulo, debería contribuir a un sólido crecimiento de la inversión privada real. Por el contrario, el crecimiento del gasto en consumo real podría reducirse como consecuencia de la gradual desaparición de los efectos de la política macroeconómica de estímulo aplicada anteriormente, de los niveles de deuda históricamente altos y del bajo nivel de ahorro en relación con la renta disponible y del lastre que, para el poder adquisitivo, supone la persistencia de los altos precios de la energía. Las perspectivas respecto al déficit por cuenta corriente son de considerable incertidumbre, debido en parte a la orientación de la política fiscal del próximo Gobierno, sobre todo en materia de seguridad social e impuestos. Con todo, lo más probable es que cualquier cambio que pueda experimentar el déficit por cuenta corriente sea moderado a corto plazo, dado que la tasa de ahorro nacional sólo varía lentamente y que persisten los diferenciales de crecimiento con respecto a las otras grandes economías.

Pese a un reciente aumento de la inflación, las presiones subyacentes sobre los precios relacionadas con los efectos indirectos y secundarios de la subida de los precios del petróleo parecen mantenerse bastante controladas. En octubre, la tasa de inflación interanual medida por el IPC fue del 3,2%, lo que supone un aumento respecto al 2,5% observado en septiembre (véase gráfico 1). Esta evolución refleja un acusado aumento de los costes de la energía, al que se puede atribuir más de la mitad de este aumento, y un incremento en el precio de las frutas frescas y las verduras. Excluidos los alimentos y la energía, la inflación intermensual medida por los precios de consumo aumentó 0,1 puntos porcentuales menos que en septiembre. El hecho de que la reciente subida del precio de los alimentos parezca guardar relación con los huracanes que azotaron Florida y que los precios del petróleo se hayan ido reduciendo con respecto a los máximos registrados en octubre debería ayudar a limitar las presiones alcistas sobre los precios.

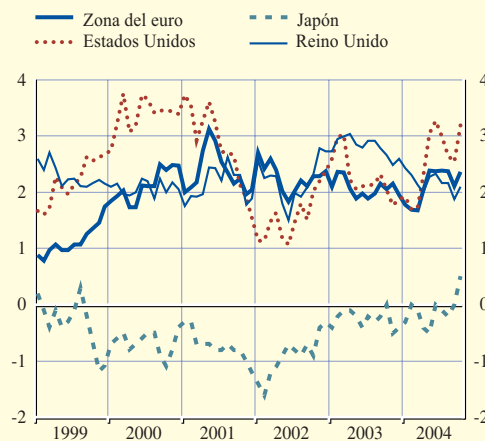
El 10 de noviembre, por cuarta vez consecutiva, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia de los fondos federales has-

Gráfico 1 Principales indicadores de las economías más industrializadas

Crecimiento del producto¹⁾
(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 y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

ta situarlo en el 2%, reiterando su postura de que debe mantenerse la orientación acomodaticia de la política monetaria y de que los riesgos al alza y a la baja para alcanzar un crecimiento sostenible y la estabilidad de precios en los próximos trimestres siguen estando equilibrados.

JAPÓN

En Japón, la recuperación económica ha seguido perdiendo cierto impulso, mientras que las presiones deflacionistas continúan siendo un motivo de preocupación. Tras la notable desaceleración de la actividad económica observada en el segundo trimestre, la recuperación casi se frenó en el tercero, registrándose una tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,1%, según la primera estimación. Esta desaceleración se debió, sobre todo, al deterioro de los componentes del gasto que habían sido los principales determinantes del sólido crecimiento alcanzado anteriormente, es decir, las exportaciones y la inversión no residencial. El crecimiento de este segundo componente pasó a ser negativo en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el crecimiento del consumo privado aumentó ligeramente en el contexto de una mejora gradual de la situación del mercado de trabajo.

Las perspectivas para la economía son ahora más inciertas, en la medida en que los altos precios del petróleo, la desaceleración de la demanda exterior y los recientes desastres naturales parecen haber afectado a la economía japonesa más de lo previsto. No obstante, el sólido y sostenido aumento de los beneficios empresariales, respaldado por la mejora de los balances de las empresas, debería contribuir a una recuperación del crecimiento de la inversión. Al mismo tiempo, y a juzgar por la debilidad de los pedidos de maquinaria, cabría pensar que el crecimiento del gasto en inversión puede seguir siendo lento a corto plazo. Así pues, el crecimiento total podría depender más de que se mantenga la solidez del gasto en consumo, aunque éste esté sujeto a riesgos, dado que la mejora del mercado de trabajo y de las rentas, así como el aumento de la confianza de los consumidores pueden verse contrarrestados por un posible incremento de los impuestos.

Si bien la subida de los precios del petróleo se ha reflejado en un incremento de los precios industriales internos, apenas hay evidencia de que el aumento se haya trasladado a los precios de consumo. Aunque el IPC general aumentó un 0,5% en tasa interanual en octubre, ello se debió en gran medida a las variaciones de los precios de los alimentos, ya que el IPC excluidos los alimentos frescos se redujo un 0,1%. Al mismo tiempo, el descenso del deflactor del PIB se redujo al 2,1% en el tercer trimestre. En este contexto, el Banco de Japón ha reconfirmado la orientación actual de la política monetaria, que no se ha modificado desde enero. De acuerdo con el informe semestral sobre perspectivas que elabora el Banco de Japón, algunos miembros del Consejo de Política Monetaria estiman que, en el ejercicio 2005, el IPC, excluidos los alimentos frescos, podría registrar tasas de inflación ligeramente positivas, una de las condiciones que la institución ha establecido para poder abandonar el actual marco de política monetaria.

REINO UNIDO

Tras la favorable evolución del producto en el primer semestre de 2004, el crecimiento se atenuó considerablemente en el tercer trimestre. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,4%, frente al 0,9% observado en el segundo trimestre. Las estimaciones de los componentes de la demanda indican que la moderación se debió, principalmente, a una caída de la inversión y que la formación bruta de capital fijo se redujo en un 0,1%, en contraste con el crecimiento del 2,4% registrado en el segundo trimestre. Tanto las exportaciones como las importaciones volvieron a crecer a una tasa intertrimestral del 1,9% y del 1,6%, respectivamente. La actividad del mercado de la vivienda se ha debilitado en los últimos meses y, por primera vez en tres años, tanto Halifax como Nationwide informaron de una caída en los precios de la vivienda en octubre. Los datos recientes confirman un panorama de tensiones cada vez mayores en el mercado de trabajo. En el tercer trimestre, el empleo total creció a una tasa interanual del 0,8%, mientras que la tasa de paro se redujo al 4,6%.



De cara al futuro, se prevé que la economía del Reino Unido crezca a un ritmo más moderado de lo proyectado anteriormente, debido sobre todo al menor crecimiento de los gastos en consumo, como consecuencia de la desaceleración de la renta real disponible. Las perspectivas están sujetas a un grado de incertidumbre considerable, debido a la reciente ralentización de la actividad en el mercado de la vivienda y a su probable impacto sobre el consumo privado. Se espera que la demanda exterior neta, estimulada por la depreciación de la libra esterlina, contribuya positivamente al crecimiento.

La inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo por debajo del 2% fijado como objetivo en base al índice de inflación armonizado de la UE: en octubre se situó en el 1,2%, frente al 1,1% registrado en septiembre. El mayor efecto alcista tuvo su origen en los costes de la energía, seguido por las vacaciones organizadas y las verduras. En los tres meses transcurridos hasta septiembre, la remuneración salarial media de la economía creció un 3,7% en comparación con el mismo período del año anterior y, excluidos los componentes variables, el incremento fue del 4,3%. El Banco de Inglaterra no ha modificado sus tipos de interés de referencia desde agosto de 2004.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Suecia, a juzgar por los indicadores a corto plazo, en el tercer trimestre del año se mantendrá el vigoroso crecimiento del producto, aunque se atenuará un poco. Pese al estancamiento de la producción industrial, la utilización de la capacidad productiva y la confianza de las manufacturas han seguido siendo elevadas. Además, las ventas del comercio al por menor han mostrado una renovada fortaleza. En el segundo trimestre, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1%; la demanda exterior neta siguió siendo el componente que más contribuyó al crecimiento, al tiempo que se registró una recuperación de la inversión. No obstante, el desempleo se ha mantenido en niveles relativamente altos. La inflación interanual medida por el IAPC ascendió al 1,4% en octubre, frente al 1,2% registrado, en promedio, en el tercer trimestre del año. Este incremento tuvo su origen, sobre todo, en la subida de los precios del petróleo, que impulsó al alza los costes del transporte. El tipo *repo* se ha mantenido en el 2% desde marzo del 2004. En los próximos dos años, se prevé que el crecimiento del producto se situará por encima de la tasa potencial, mientras que las perspectivas de inflación, medida por el IPC, siguen siendo coherentes con el objetivo de inflación del Sveriges Riksbank establecido en un 2% \pm 1 punto porcentual durante el horizonte de la previsión, lo que refleja, sobre todo, una moderación de las presiones sobre los costes internos.

En Dinamarca, los indicadores a corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2004. En el segundo trimestre, el PIB real aumentó a una tasa intertrimestral del 0,2%. La formación bruta de capital fijo en términos reales y el consumo privado fueron los principales componentes que contribuyeron al crecimiento del producto. La inflación interanual medida por el IAPC registró un fuerte incremento del 0,9% en septiembre al 1,6% en octubre del 2004, debido, principalmente, a las subidas de precios en el transporte y a un efecto de base atribuible a la reducción de los impuestos indirectos el pasado año. De cara al futuro, se prevé un repunte del PIB, respaldado por el fortalecimiento de la inversión y del consumo privado. Se estima que la inflación medida por el IAPC aumentará ligeramente, debido sobre todo al alza de los precios del petróleo. El Danmarks Nationalbank ha mantenido sin cambios el tipo de interés de los préstamos y los créditos en el 2,15% desde junio del 2003.

En los Estados miembros que ingresaron en la UE en mayo del 2004, la situación económica ha seguido siendo pujante en los últimos meses. En Polonia, los indicadores a corto plazo sugieren que el PIB real podría haber sufrido una cierta desaceleración en el tercer trimestre del 2004. En el segundo trimestre, creció a una tasa interanual del 6,1%, frente al 6,9% registrado en el trimestre anterior. El crecimiento fue impulsado, principalmente, por el sólido comportamiento de las exportaciones y por una recuperación de la demanda interna. La inflación interanual medida por el IAPC, que había aumentado

considerablemente en el primer semestre del 2004, se redujo ligeramente al 4,6% en octubre, tras registrar un máximo del 4,9% en agosto, debido sobre todo al descenso de los precios de los alimentos y a la reciente apreciación del zloty. Desde agosto de este año, el Narodowy Bank Polski ha mantenido sin cambios, en el 6,5%, los tipos de interés de referencia.

En la República Checa, los primeros indicios relativos al tercer trimestre del 2004 apuntan a que la actividad económica ha seguido siendo intensa. En el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real volvió a aumentar hasta situarse en un 4,1%, en tasa interanual, frente al 3,5% registrado el trimestre anterior. Estimulada por las mejoras en el lado de la oferta de la economía, la formación bruta de capital fijo se ha convertido en el principal motor de crecimiento del PIB. La contribución de la demanda exterior neta a este crecimiento siguió siendo negativa, aunque el comercio exterior aumentó significativamente en términos reales. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 3,1% en octubre del 2004, frente al 2,8% observado en septiembre, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y de la energía, y del aumento de los impuestos indirectos en los meses anteriores. El Česká národní banka ha mantenido sin cambios, en el 2,5%, los tipos de interés oficiales desde el 26 de agosto de 2004.

En Hungría, las estimaciones preliminares sugieren que el crecimiento del PIB real se redujo hasta una tasa interanual del 3,7% en el tercer trimestre del 2004 mientras que, en el segundo trimestre, fue del 4%, en tasa interanual, impulsado exclusivamente por la demanda interna. La inflación interanual medida por el IAPC se redujo del 6,7% en septiembre al 6,4% en octubre, principalmente como resultado de la favorable evolución de los precios de los bienes de consumo duradero. El Magyar Nemzeti Bank decidió reducir en 50 puntos básicos su tipo de interés oficial considerando las perspectivas de inflación más favorables.

En el resto de los Estados miembros que ingresaron en la UE en mayo de este año, el PIB real siguió registrando un fuerte crecimiento en el segundo trimestre del 2004, especialmente en los Estados Bálticos y Eslovaquia, mientras que en Chipre y Eslovenia el producto aumentó aún más, aunque partiendo de un nivel más bajo. El considerable aumento de la inflación que se ha observado en la mayoría de los países tras su adhesión a la UE ha comenzado a reducirse en los últimos meses, si bien en Eslovaquia y Eslovenia ha seguido moderándose de forma gradual. El 11 de noviembre, el Latvijas Banka elevó su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 4%, y amplió la base mínima de reservas a los pasivos frente a bancos extranjeros y bancos centrales. La subida de los tipos de interés tenía por objeto amortiguar el sólido incremento de la demanda interna en respuesta a la evolución reciente de la inflación, la persistencia de un elevado déficit por cuenta corriente, el fuerte crecimiento del crédito y la incertidumbre fiscal aún existente.

En Suiza, el PIB real creció en el tercer trimestre del 2004 al mismo ritmo que en el trimestre anterior (2% en tasa interanual). Aunque el consumo privado experimentó una notable desaceleración, las exportaciones siguieron creciendo a un ritmo vigoroso, a pesar de la ralentización general del comercio mundial. El crecimiento de las importaciones de bienes y servicios también siguió siendo muy fuerte (7,5% en tasa interanual). No obstante, los datos de las encuestas recientes apuntaban a un cierto descenso en los próximos meses. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IPC fue del 1,3% en octubre, frente al 0,9% en septiembre. El 16 de septiembre de 2004, y por segunda vez en este año, el Banco Nacional Suizo decidió elevar en 0,25 puntos porcentuales la banda de objetivos para el tipo Libor a tres meses, situándola entre el 0,25% y el 1,25%, y mantener el tipo de interés en el punto medio de dicha banda en torno al 0,75%.

Rusia sigue registrando un sólido crecimiento económico respaldado por los altos precios del petróleo, aunque recientemente se han observado algunas señales de moderación. En el segundo trimestre, el

crecimiento del PIB se redujo ligeramente en comparación con el primer trimestre, situándose en el 7,3% en tasa interanual. La contribución del gasto en consumo e inversión fue la más importante, mientras que la de la demanda exterior neta fue negativa. Posteriormente, las cifras de producción industrial indicaron que el ritmo de crecimiento podría haber vuelto a debilitarse en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, la inflación de precios de consumo sigue siendo elevada y, últimamente, ha aumentado más.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

Tras registrar una expansión muy vigorosa en los dos primeros trimestres del 2004, la actividad económica en Asia, excluido Japón, ha experimentado una paulatina desaceleración en los últimos meses. El crecimiento de las exportaciones y la producción industrial pareció alcanzar un máximo hacia mediados de este año. Entre tanto, la inflación se ha estabilizado, e incluso se ha reducido, en varias economías de la región, tras haber experimentado una tendencia alcista desde finales del año pasado.

En China, el crecimiento económico ha seguido superando al del resto de la región. El PIB creció a una tasa interanual del 9,1% en el tercer trimestre de este año, frente a un 9,7% en el primer semestre. Las medidas de austeridad, que hasta que se produjo la escalada de los tipos de interés a finales de octubre, habían sido de carácter administrativo, parecen haber atenuado el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y también las inversiones. No obstante, éstas han seguido creciendo a un buen ritmo y tanto las ventas del comercio al por menor como las exportaciones continúan siendo muy vigorosas. En octubre, la tasa de inflación interanual medida por el IPC se redujo al 4,3%, frente al 5,2% registrado en septiembre, como consecuencia, en gran medida, de las fluctuaciones de los precios de los alimentos.

En Corea del Sur la actividad económica ha seguido desacelerándose como consecuencia de la moderación del crecimiento de las exportaciones y de la persistente atonía de la demanda interna. En un contexto de menor crecimiento económico y de apreciación del tipo de cambio, el Banco de Corea intervino en el mercado de divisas y, el 10 de noviembre, redujo su tipo de interés oficial hasta el mínimo histórico del 3,25%.

Las perspectivas económicas en Asia, excluido Japón, siguen siendo favorables, aunque es probable que el crecimiento haya registrado una paulatina disminución con respecto al tercer trimestre de este año, debido principalmente a la desaceleración prevista de la demanda de exportaciones y al negativo impacto del alza de los precios del petróleo. Se espera que la demanda interna se mantenga relativamente firme en la región, gracias a la mejora de los mercados de trabajo y al vigoroso estímulo que, aunque en menor escala, sigue brindando el entorno exterior.

AMÉRICA LATINA

Los últimos datos publicados para América Latina indican que la actividad económica sigue mejorando considerablemente. El producto ha experimentado un vigoroso crecimiento en los tres países más grandes de la región (Brasil, Argentina y México). La actividad económica ha cobrado cierto impulso en México, en donde el PIB ha registrado una expansión del 4,4% en tasa interanual. Tanto en Brasil como en Argentina la producción industrial creció en torno al 10%, también en tasa interanual, durante el mismo trimestre, con una ligera desaceleración hacia el final del período. Tanto las exportaciones como la demanda interna están contribuyendo a la expansión en curso. Además, la solidez de la demanda interna, unida al alza de los precios del petróleo, ha elevado las presiones inflacionistas y ha impulsado al alza los tipos de interés. Si bien las perspectivas económicas de la región siguen siendo favorables, la adopción de políticas monetarias más restrictivas y la incertidumbre asociada a las negociaciones de la deuda externa en Argentina, actualmente en marcha, representan un riesgo a la baja para dichas perspectivas.

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

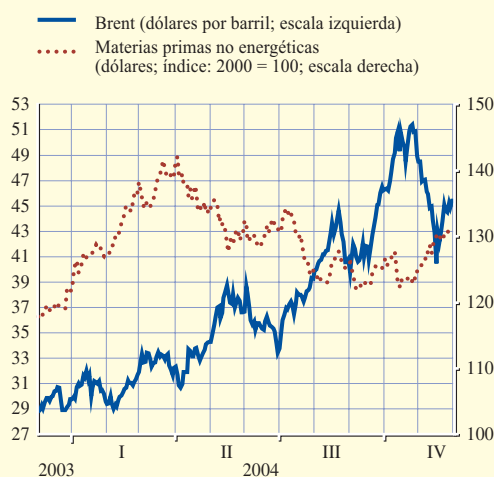
En los últimos meses, los precios del petróleo han registrado una escalada impulsados al alza por una combinación de factores: la fuerte demanda, perturbaciones de la oferta asociadas a las condiciones climáticas, la limitada capacidad productiva sin utilizar y la inquietud respecto a la seguridad del abastecimiento en el futuro. En términos agregados no existe escasez de oferta de crudo a escala mundial: la Agencia Internacional de la Energía estima que la oferta ha sobrepasado a la demanda en 1,1 y 1,4 millones de barriles al día en promedio en el segundo y el tercer trimestres del 2004, respectivamente. No obstante, estas cifras agregadas ocultan desajustes significativos en lo que se refiere a los distintos tipos de petróleo: hay escasez de crudo ligero y refinado en la medida en que el sistema mundial de refinación carece de capacidad para procesar la creciente oferta de crudo de menor calidad. Además, la capacidad de producción no utilizada se ha reducido hasta tal punto que el margen que ha quedado para amortiguar perturbaciones inesperadas en el mercado del petróleo es muy pequeño. Por consiguiente, los mercados se han tornado muy sensibles a variaciones imprevistas en el equilibrio entre la oferta y la demanda y a problemas por el lado de la oferta. Al final de octubre, el precio del barril de Brent alcanzaba un máximo histórico de 51,4 dólares estadounidenses, pero desde entonces ha bajado de forma acusada hasta situarse en 45,8 dólares (34,5 euros) el 1 de diciembre (véase gráfico 2). Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo descendan paulatinamente hasta un nivel de 39,2 dólares para finales del 2006. En el recuadro 1 se examinan brevemente los principales enfoques en que se basan los supuestos sobre los precios del petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas han continuado su retroceso tras los máximos registrados en abril de este año. Esta evolución ha tenido su origen en un notable descenso de los precios de los alimentos, mientras que los de los metales y las materias primas agrícolas no alimenticias han subido ligeramente. Con todo, en dólares estadounidenses el total de los precios de las materias primas no energéticas eran en octubre del 2004 un 10,8% más altos que en el mismo período del año anterior.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de crecimiento mundial a medio plazo, fuera de la zona del euro, siguen siendo relativamente favorables. Concretamente, el sólido crecimiento sostenido que registran los Estados miembros que ingresaron en la UE en mayo de este año debería contribuir positivamente a la demanda exterior de la zona del euro. Aunque es probable que la persistencia de los altos precios del petróleo tenga un efecto negativo sobre la actividad económica mundial, el reciente retroceso con respecto a los máximos alcanzados en octubre, unido a la favorable situación financiera, podría servir de apoyo para que la economía mundial siga registrando un crecimiento vigoroso. Tanto el indicador adelantado sintético de la OCDE como el Índice mundial de directores de compras sugieren una nueva desaceleración con respecto a las altas tasas de actividad observadas a principios de año. No obstante, persisten importantes riesgos a la baja que podrían materializarse en nuevas alzas de los precios del petróleo o en un ajuste desordenado de los desequilibrios que registra actualmente la economía mundial.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

Recuadro I

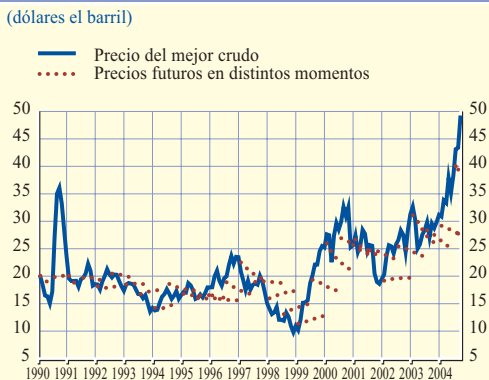
PREDICCIÓN DE LOS PRECIOS FUTUROS DEL PETRÓLEO

En los últimos años, las variaciones de los precios del petróleo, que, en gran medida, no fueron previstas ni por los mercados ni por los expertos económicos, han influido significativamente en la inflación medida por el IAPC. Como consecuencia, cabe plantearse cuál sería el método más apropiado para diseñar los supuestos técnicos en relación con los precios del petróleo en el contexto de las previsiones macroeconómicas.

Tres son los principales enfoques adoptados para la formación de dichos supuestos, como puede observarse al examinar los métodos que aplican varias instituciones. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema y en las de la Comisión Europea se utilizan los futuros. La razón por la que se utilizan los contratos de futuros para prever la evolución de los precios del petróleo estriba en que los futuros incorporarían las previsiones óptimas de los operadores de los mercados, aunque las primas de riesgo que varían con el tiempo podrían crear distorsiones. El FMI, por su parte, supone que el precio del petróleo se mantendrá constante, en el último valor observado, durante todo el horizonte que abarcan las proyecciones (el llamado supuesto del paseo aleatorio). A su vez, la OCDE ha optado recientemente por un enfoque discrecional, más que por un enfoque basado en el mercado.

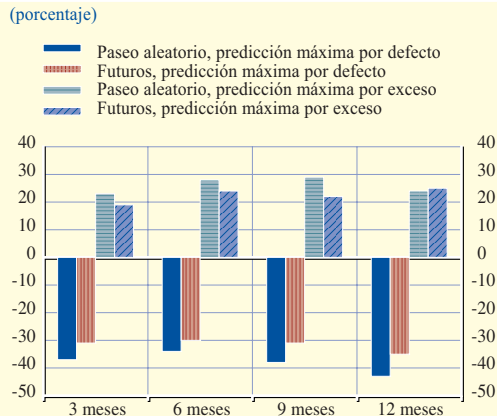
En los últimos años, los mercados de futuros se han quedado cortos en sus previsiones respecto a la evolución real de los precios del petróleo, en la medida en que no se anticiparon las subidas producidas entre 1999 y 2004. No obstante, para un horizonte más amplio —de diez a quince años— este indicador no dio lugar a errores de predicción sistemáticamente positivos o negativos. La trayectoria prevista por los futuros fue, en general, más suave que la que siguieron efectivamente los precios del petróleo, pero con frecuencia no se observaron episodios de subestimación o sobreestimación significativas (véase gráfico A), lo que también se cumple para la hipótesis del paseo aleatorio.

Gráfico A Precios del Brent y precios de los futuros



Fuente: Bloomberg.
 Nota: Los precios de los futuros que aparecen en el gráfico corresponden a los contratos de futuros sobre el Brent, con un plazo de anticipación de 1 a 12 meses, que se negocian en la Bolsa del Petróleo de Londres.

Gráfico B Errores de predicción; comparación entre el paseo aleatorio y los mercados de futuros



Fuente: Expertos del BCE.
 Nota: La muestra correspondiente a los futuros a tres y seis meses comienza en 1989, mientras que las correspondientes a los futuros a nueve y doce meses se inician en marzo de 1992 y abril de 1995, respectivamente. Todas las muestras concluyen en julio del 2004.

Además, al analizar los diez últimos años, se observa que los futuros de los precios del petróleo se perfilan como un indicador más fiable que el supuesto del paseo aleatorio, por lo menos para un horizonte no más amplio de un año, dado que el error de predicción registrado fue, en promedio, menor en el caso de los futuros. Por otro lado, los errores de predicción particularmente grandes fueron, en general, de mayor magnitud cuando se aplicó el supuesto del paseo aleatorio (véase gráfico B).

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La evolución monetaria se ha afianzado en los últimos meses, tras la moderación observada en el primer semestre del 2004. La reciente intensidad del crecimiento de M3 es atribuible, principalmente, al impacto estimulante de los reducidos tipos de interés en la demanda de los componentes más líquidos de este agregado monetario, que ha compensado de manera creciente el efecto moderador en el crecimiento de M3 asociado a la normalización en curso del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de activos. Los bajos tipos de interés también han favorecido el aumento de la ya pronunciada tasa de crecimiento interanual 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 sigue habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

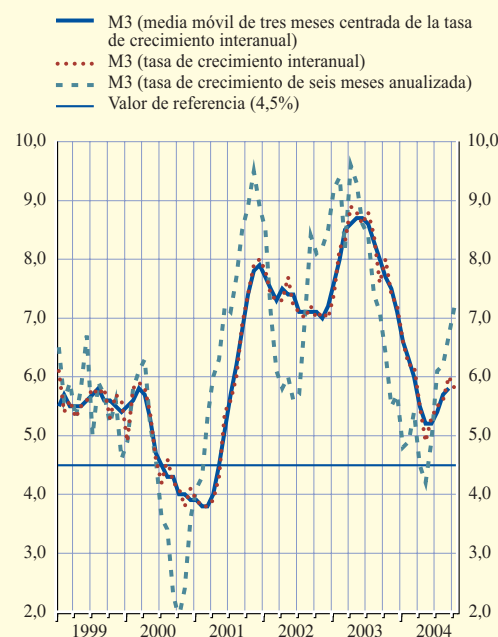
La evolución monetaria se ha afianzado en los últimos meses, tras la moderación observada en el primer semestre del 2004. La tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 5,8% en octubre del 2004, en comparación con el 5,6% del tercer trimestre y el 5,4% del segundo. La trayectoria a más corto plazo de M3 se ha intensificado considerablemente desde principios del verano del 2004. Por ejemplo, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3 fue del 7,2% en octubre del 2004, bastante superior a la de mayo del 2004, mes en que se situó en el 4,2% (véase gráfico 3).

La evolución monetaria actual está siendo impulsada por dos factores opuestos. Por un lado, los bajos tipos de interés de la zona del euro conllevan un reducido coste de oportunidad de mantener activos monetarios y están estimulando el crecimiento monetario, sobre todo de los componentes más líquidos de M3. Este efecto puede ser especialmente intenso cuando los tipos de interés son bajos, debido a la existencia de costes de transacción asociados a desplazamientos desde activos líquidos.

Por otro lado, continúa normalizándose el comportamiento de los hogares y las empresas de la zona del euro en la asignación de carteras, tras la excepcional preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y mediados del 2003, está causando un impacto moderador en el crecimiento de M3. Las tenencias de activos se están desplazando desde activos monetarios seguros y líquidos hacia otros a más largo plazo. No obstante, este cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera se ha realizado con más lentitud de la que cabría esperar sobre la base de pautas anteriores. Aunque la extraordinaria incertidumbre económica y de los mercados financieros de los últimos años ha desaparecido, los residentes de la zona del euro han seguido actuando con relativa cautela en lo que respecta a la inversión. Esto puede deberse a la persistencia de una marcada aversión al riesgo por parte de los inversores tras un largo período de minusvalías en los mercados de renta variable (véase el recuadro 2, titulado «Aversión al riesgo

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

y evolución de los agregados monetarios»). Esta pronunciada aversión al riesgo puede ser un factor que explique porqué el efecto estimulante asociado a los bajos tipos de interés parece haber determinado el crecimiento monetario en los últimos meses.

Recuadro 2

AVERSIÓN AL RIESGO Y EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

La reversión de los desplazamientos de cartera hacia el dinero parece que se está produciendo a un ritmo muy gradual, pese a la reducción de la incertidumbre económica, geopolítica y financiera existente desde el verano del 2003. Los elevados niveles de aversión al riesgo, que incrementan las preferencias de los inversores por activos monetarios seguros y líquidos, constituyen una posible explicación de la persistencia del exceso de liquidez. A causa del prolongado período de extraordinaria incertidumbre entre los años 2001 y mediados de 2003, la aversión al riesgo de los inversores puede haberse mantenido en niveles elevados. La persistencia de una aversión al riesgo tan elevada tal vez haya impedido una normalización más rápida del comportamiento en la asignación de carteras. En este recuadro se presenta una medida aproximada e intuitiva que sugiere que, en la zona del euro, la aversión al riesgo se mantuvo por encima de la media a lo largo de noviembre del 2004.

Gráfico A Correlación condicional entre el rendimiento de la renta variable y de la deuda pública a diez años y expectativas de los hogares sobre la situación económica general

(datos mensuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

1) Índice Dow Jones EURO STOXX e índice de deuda pública a diez años.

2) Encuestas de opinión de la Comisión Europea — valoración de los hogares de la situación económica general en los próximos doce meses, en saldos netos.

de renta variable². En períodos de elevada aversión al riesgo, los precios de los dos tipos de activos deben moverse en direcciones opuestas³, es decir, deben mostrar una correlación negativa, o los in-

El término «aversión al riesgo» se refiere a la preferencia general de los inversores por activos seguros (en contraposición con activos de riesgo). Dado que la aversión al riesgo no es observable, es necesario, por tanto, valerse de una estimación basada en un modelo teórico o en una aproximación empírica, que se considera que capta su dinámica. La aversión al riesgo puede variar con el tiempo, aumentando en particular durante períodos de recesión o cuando la información sobre las variables macroeconómicas fundamentales es desfavorable e inesperada¹, como perturbaciones negativas de la inflación y de la actividad económica.

Una medida de la aversión al riesgo es la correlación entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y el de los índices bursátiles. Esta correlación debe ser una aproximación razonable porque los mercados de deuda pública son menos sensibles a los cambios en las actitudes de los inversores hacia el riesgo que los mercados

1 Véase Brandt M. W. y K. Q. Wang, «Time-varying risk aversion and unexpected inflation», en el Journal of Monetary Economics, vol. 50, n.º 7, octubre del 2003, pp. 1457-1498; y véase Campbell J. Y. y J. H. Cochrane, «By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior», en el Journal of Political Economy, vol. 107, n.º 2, abril de 1999, pp. 205-251.

2 Véase también el recuadro 2 del Informe Anual del BCE, 2002 titulado «Aumento significativo de la volatilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro durante el 2002».

3 Véase Tarashev N. K. y D. Karampatos, «Investors' attitude towards risk: what can we learn from options?» BIS Quarterly Review, junio del 2003, pp. 57-66.

versores deben abandonar el mercado de renta variable y comprar renta fija. En períodos «normales», por el contrario, la distribución habitual de los activos sugiere una correlación positiva entre el rendimiento de la renta variable y el de la renta fija, ya que los reducidos tipos de interés respaldan el precios de las acciones.

El gráfico A presenta una estimación de la correlación condicional⁴ entre el rendimiento de un índice bursátil amplio y el de un índice de deuda pública a diez años de la zona del euro. La medida sugiere que la aversión al riesgo ha variado considerablemente en el tiempo, coincidiendo a menudo los cambios sustanciales con perturbaciones en el ámbito financiero. A este respecto, la aversión al riesgo aumentó fuertemente en el período en que se produjo la crisis del mercado de valores de octubre de 1987 y las crisis rusa y de la empresa LTCM a principios del otoño de 1998. También se incrementó en respuesta a la serie de perturbaciones económicas, financieras y geopolíticas registradas entre el año 2001 y mediados del 2003. Mientras que en los dos primeros períodos la aversión al riesgo retornó con relativa rapidez a los niveles anteriores, el restablecimiento de estos niveles posterior a mediados del 2003 parece ser lento.

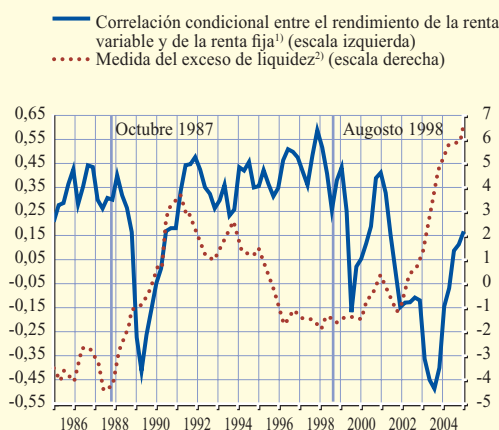
La solidez de utilizar la correlación entre el rendimiento de la renta fija y el de la renta variable como medida de la cambiante aversión al riesgo puede comprobarse comparándola con el indicador de la encuesta de confianza de los consumidores de la Comisión Europea relativo a las expectativas de los hogares sobre la situación económica general en los próximos doce meses. La combinación de la información procedente de la correlación condicional y del indicador de las expectativas de los hogares debería ofrecer una panorámica más completa de las variaciones de la aversión al riesgo. En concreto, el empeoramiento de ambas medidas debería constituir una señal bastante significativa de un aumento de la aversión al riesgo. Si bien hay períodos —como el de los primeros noventa— en que la evolución

de la correlación condicional difiere sustancialmente del indicador de expectativas, hay también períodos en los que la correlación es estrecha (otoño de 1987, finales de 1998 y, sobre todo, entre el año 2000 y mediados del 2003). Concretamente, parece que el período comprendido entre el 2000 y mediados del 2003 se caracterizó por un avance sustancial de la aversión al riesgo entre los inversores de la zona del euro.

La mayor aversión al riesgo de los inversores de la zona del euro entre el año 2000 y mediados del 2003 es coherente con algunas características de los datos monetarios: en primer lugar, el fuerte crecimiento de M3 en el mismo periodo; en segundo lugar, los desplazamientos de cartera hacia instrumentos negociables que impulsó en gran medida el crecimiento de M3; en tercer lugar, la observación de que variables económicas fundamentales, tales como la actividad y los precios, no pueden explicar el avance de la tasa de crecimiento de M3. Como muestra el gráfico B,

Gráfico B Correlación condicional entre el rendimiento de la renta variable y de la deuda pública a diez años y exceso de liquidez

(datos trimestrales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

1) Índice Dow Jones EURO STOXX e índice de deuda pública a diez años.

2) Medida del exceso de liquidez basada en modelos — véase el recuadro 3 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

4 La correlación condicional entre los rendimientos de la renta fija y de la renta variable se estima mediante el modelo GARCH multivariante (véase R.F. Engle y K. K. Kroner, «Multivariate Simultaneous Generalized ARCH», *Econometric Theory*, vol.11, n.º 1, 1995, pp. 122-150).

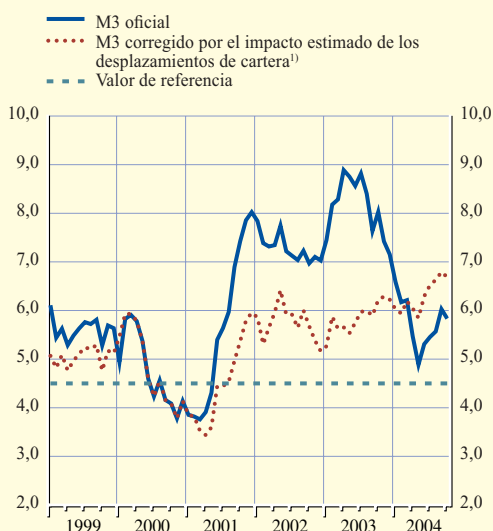
los fuertes descensos observados en la correlación entre el rendimiento de la renta variable y el de la renta fija coinciden con el aumento de una medida de exceso de liquidez en la zona del euro desde el año 2001 a mediados del 2003, lo que corrobora el argumento de que un mayor exceso de liquidez en la zona del euro ha estado asociado con una mayor aversión al riesgo y, por lo tanto, con importantes desplazamientos de cartera desde activos de riesgo no incluidos en la definición de M3 hacia activos monetarios más seguros. Esta relación también es apreciable a partir del otoño de 1987, momento en que la correlación entre el rendimiento de la renta fija y el de la renta variable se redujo considerablemente a medida que creció la medida de exceso de liquidez.

El gráfico A indica que la aversión al riesgo en la zona del euro se mantuvo en niveles relativamente elevados en el período 2003-2004, lo que podría explicar por qué la asignación de las carteras por parte de los inversores de la zona tendió a normalizarse con más lentitud que lo que podría haberse esperado atendiendo a experiencias anteriores. De hecho, parece que el prolongado periodo de descenso del precio de la renta variable y de elevada incertidumbre ha seguido desempeñado un papel importante en las decisiones relativas a las carteras a través de su efecto sobre la confianza y la aversión al riesgo en la zona del euro durante el año 2004.

Los extraordinarios trasvases de cartera desde valores de renta variable hacia el dinero registrados entre el 2001 y mediados del 2003 han influido considerablemente en la evolución monetaria de los últimos años. Al combinar la información procedente de diversas fuentes, incluidos análisis estadísticos, discrecionales e institucionales, las estimaciones cuantitativas de dichos trasvases pueden interpretarse y utilizarse para ajustar la serie oficial de M3¹. Como se muestra en el gráfico 4, el crecimiento interanual de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera ha sido superior a la tasa de crecimiento de M3 oficial en los dos últimos trimestres, ya que dicha tasa se ha moderado como consecuencia del cambio de signo de los desplazamientos de cartera. Además, esta tasa de crecimiento de M3 corregida ha continuado aumentando, lo que confirma la fortaleza de la evolución monetaria subyacente, que, en cierto modo, queda oculta en la serie de M3 oficial por la reversión de dichos desplazamientos. Sin embargo, debe subrayarse que las estimaciones del crecimiento de M3 corregidas por el impacto de los desplazamientos de cartera están sujetas a considerable incertidumbre y, por consiguiente, deben interpretarse con cautela.

Gráfico 4 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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



Fuente: BCE.

1) las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4, en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», Boletín Mensual, octubre del 2004.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El agregado monetario estrecho M1 ha seguido siendo el que más ha contribuido al crecimiento de M3 (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió ligeramente en octubre pero, no

1 Para conocer más detalles, véase el artículo «Análisis monetario en tiempo real», sección 4 del Boletín Mensual de octubre del 2004.

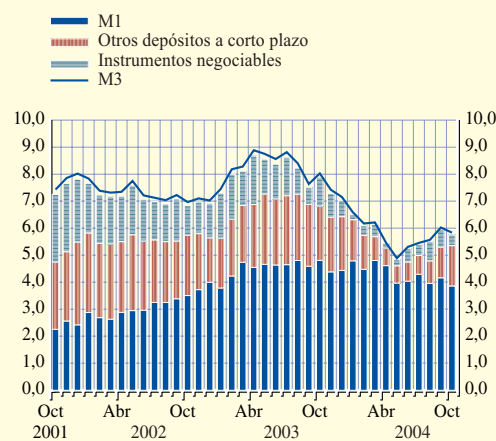
obstante, se mantuvo en un nivel elevado, el 9%, en comparación con el 9,6% del tercer trimestre (véase cuadro 1). El vigoroso crecimiento de este agregado monetario fue consecuencia de la rápida expansión del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista. Aunque la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se ha estabilizado en los últimos meses, se mantiene muy elevada, y en octubre se situó en el 19,6%. Este crecimiento refleja la persistencia de la reposición a niveles previos de las tenencias de efectivo por parte de residentes en la zona del euro tras la introducción de la moneda única, así como la intensa demanda de billetes en euros fuera de la zona. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se ha mantenido bastante alta. Los depósitos a la vista contribuyeron aproximadamente a la mitad de la tasa de crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2004. La demanda de estos instrumentos líquidos

continuó estando favorecida por el muy reducido coste de oportunidad de mantener estos depósitos, resultante del bajo nivel, en términos históricos, de los tipos de interés nominales de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista ha mostrado una tendencia al alza desde el segundo trimestre del 2004, y se situó en el 3,7% en octubre. Este repunte se ha visto impulsado, fundamentalmente, por una reducción continua de la tasa de descenso interanual de los depósitos a plazo (depósitos a plazo hasta dos años). Aunque la tasa de crecimiento

Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3

(en puntos porcentuales, crecimiento de M3 en porcentaje; datos ajustados 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 en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual						
		2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 Sep	2004 Oct
M1	44,6	11,4	11,0	11,1	10,3	9,6	9,7	9,0
Efectivo en circulación	6,9	29,6	26,5	24,0	21,6	20,3	19,9	19,6
Depósitos a la vista	37,7	8,9	8,8	9,1	8,5	7,9	8,0	7,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,9	5,8	4,9	3,3	1,7	2,0	2,8	3,7
Depósitos a plazo								
hasta dos años	15,8	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-5,8	-4,1	-1,6
Depósitos disponibles con preaviso								
hasta tres meses	25,1	11,6	11,1	9,2	8,1	7,6	7,6	7,3
M2	85,5	8,6	7,9	7,2	6,0	5,8	6,3	6,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,5	7,7	5,8	2,5	2,0	3,9	4,5	2,8
M3	100,0	8,4	7,6	6,5	5,4	5,6	6,0	5,8
Crédito a residentes en la zona del euro		5,3	5,9	5,8	6,0	6,2	6,1	6,1
Crédito a las Administraciones Públicas		4,8	6,6	6,1	6,5	6,5	5,5	4,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,0	1,5	1,2	2,3	2,3	1,5	1,6
Crédito al sector privado		5,5	5,7	5,7	5,9	6,1	6,3	6,6
Préstamos al sector privado		4,9	5,3	5,4	5,6	6,2	6,5	6,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		5,8	6,7	7,4	8,4	8,7	9,2	9,1

Fuente: BCE.

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

de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó, se mantuvo por debajo de la de estos últimos. Un destacado factor determinante del moderado crecimiento de estos depósitos es el hecho de que su remuneración es levemente superior a la de los depósitos a la vista (véase gráfico 25) y, por su mayor liquidez, resultan comparativamente más atractivos.

Si se toman conjuntamente los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo, parece que la demanda de depósitos por parte de los hogares y, en menor medida, de las sociedades no financieras, ha crecido a una tasa interanual relativamente moderada, mientras que la demanda de los intermediarios financieros no monetarios, principalmente las empresas de seguros y los fondos de pensiones, ha sido más intensa desde el segundo trimestre del 2004.

La contribución de los instrumentos negociables a la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó en octubre del 2004. La tasa de crecimiento interanual de estos instrumentos se redujo hasta el 2,8%, desde el 4% del tercer trimestre (véase cuadro 1). Su volatilidad intermensual es elevada y, en consecuencia, la evolución monetaria debe interpretarse con cautela. Entre los componentes de los instrumentos negociables, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario fue del 4,5% en octubre, en comparación con el 4,3% del tercer trimestre y el 6% del segundo. La tendencia decreciente de los últimos trimestres de la tasa de crecimiento de estos activos, que con frecuencia mantienen los hogares como un vehículo seguro de ahorro en épocas de incertidumbre económica y financiera, refleja la normalización del comportamiento de los hogares y las empresas de la zona del euro en la asignación de carteras. Sin embargo, el ritmo gradual de este descenso confirma la opinión de que esta normalización se está produciendo con lentitud.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro fue del 6,1% en octubre del 2004, confirmando, en general, la evolución observada a lo largo de este año (con un crecimiento que aumentó desde el 5,8% del primer trimestre hasta el 6,2% del tercero). Esta trayectoria oculta la evolución divergente de las tasas de crecimiento in-

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 Sep	2004 Oct
Sociedades no financieras	41,9	3,6	3,5	3,3	4,0	4,6	5,2
Hasta un año	30,7	-1,0	-0,8	-2,4	-2,1	-0,6	1,5
De uno a cinco años	17,5	4,6	3,1	3,6	6,4	6,0	5,6
Más de cinco años	51,8	6,5	6,5	6,9	7,2	7,4	7,4
Hogares²⁾	50,5	5,8	6,4	6,6	7,3	7,8	7,8
Crédito al consumo ³⁾	13,6	3,0	2,9	4,4	5,7	6,3	5,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	68,0	7,4	8,1	8,4	9,0	9,9	9,8
Otras finalidades	18,5	2,5	3,2	2,3	2,3	1,8	2,0
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	9,7	11,9	8,7	18,9	18,4	9,7
Otros intermediarios financieros no monetarios	6,9	6,0	11,8	8,9	8,6	8,4	9,2

Fuente: BCE.

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

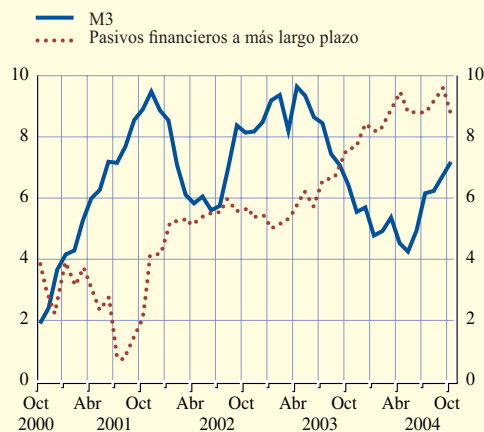
1) A fin del último mes disponible. Préstamos a los sectores, en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad, en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

2) Según la definición del SEC 95.

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

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

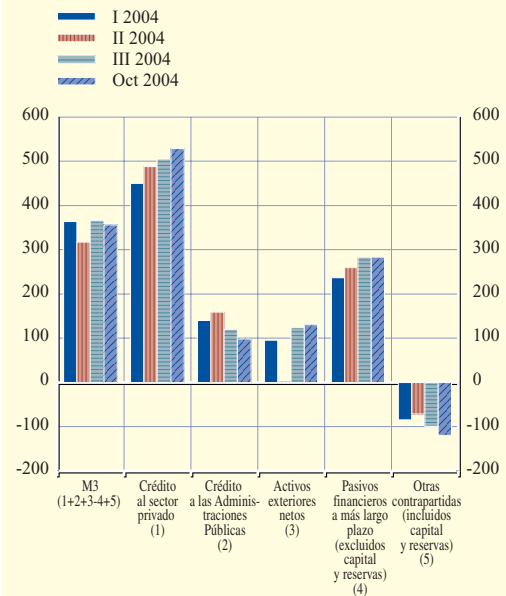
(tasas de variación de seis meses anualizadas; ajustadas de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

teranual de los principales componentes en los últimos meses. Aunque el crédito a las Administraciones Públicas ha tendido a moderarse, el concedido al sector privado se ha intensificado (véase cuadro 1).

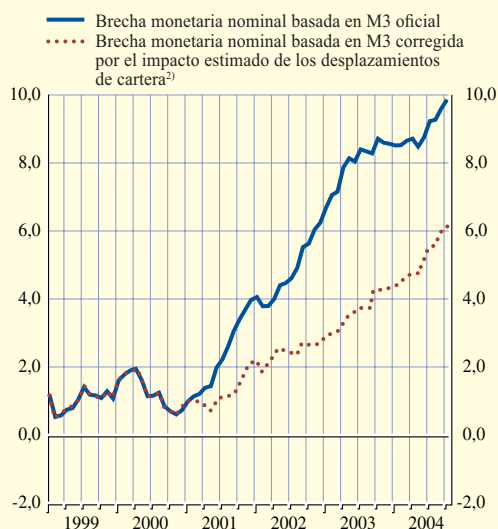
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 6,8% en octubre, desde el 6,2% del tercer trimestre del 2004 y el 5,6% del segundo. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada ha estado aumentando desde marzo del 2004 y se situó en el 7,9% en octubre.

El fortalecimiento de la evolución de los préstamos observada en el transcurso de este año ha sido generalizada en los sectores no financieros (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue del 7,8% en octubre, frente al 6,6% del primer trimestre de este año. En particular, los préstamos para adquisición de vivienda registraron un crecimiento intenso, en un entorno de tipos de interés hipotecarios reducidos en toda la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras se ha recuperado notablemente en los últimos meses, aunque es más baja que la de los hogares. Los préstamos a las sociedades no financieras crecieron a una tasa interanual del 5,2% en octubre, en comparación con el 3,3% del primer trimestre de este año (véase sección 2.4).

Entre las demás contrapartidas de M3, la evolución de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) se ha intensificado desde mediados del 2003 (véase gráfico 6). Las inversiones a más largo plazo del sector de instituciones distintas de IFM se incrementaron a una tasa interanual del 9,1% en octubre, desde el 8,4% y el 8,7% del segundo y tercer trimestres, respectivamente. El aumento de la demanda de estos instrumentos a más largo plazo por parte de los inversores de la zona del euro confirma la opinión de que se está produciendo un cambio de signo gradual que apunta a la normalización del comportamiento de los hogares y de las empresas en la asignación de carteras.

Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

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



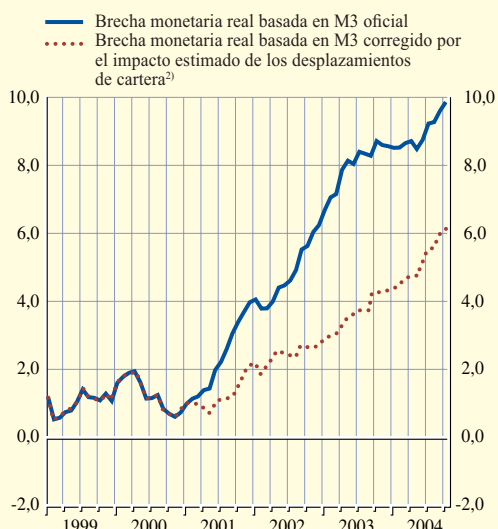
Fuente: BCE.

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

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», sección 4 del Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», sección 4 del Boletín Mensual de octubre del 2004.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro se elevó hasta 131 mm de euros en octubre, debido, principalmente, a un aumento de la demanda de activos de la zona por parte de inversores no pertenecientes a la zona del euro desde mediados del año (véase gráfico 7). Dado que la evolución de los activos exteriores netos de las IFM refleja las operaciones entre residentes y no residentes en la zona del euro que se liquidan a través del sector de las IFM de la zona, esta trayectoria apunta a un renovado interés por los valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro por parte de no residentes. Si los residentes en la zona del euro venden estos activos a no residentes, es posible que aumenten las tenencias de liquidez de dichos residentes. Aunque no debe concederse excesiva importancia a los movimientos a corto plazo de este indicador volátil, las entradas de capital registradas mensualmente desde julio del 2004 han invertido la anterior tendencia a la baja de los flujos interanuales de activos exteriores netos.

En síntesis, la información procedente de las contrapartidas de M3 confirma las tendencias observadas últimamente. Por un lado, el persistente incremento del crédito concedido por las IFM al sector privado, impulsado por el reducido nivel de los tipos de interés, sigue causando un fuerte impacto positivo en el crecimiento de M3. Por otro, el continuado y pronunciado aumento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), asociado al cambio de signo de los excepcionales desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios observados con anterioridad, ha contribuido a la moderación del crecimiento de M3. En general, el efecto citado en primer lugar ha predominado sobre el segundo en los últimos meses.

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

Dada la lentitud del cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera, actualmente en la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. Esto queda ilustrado por la evolución de las brechas monetarias nominal y real (véanse gráficos 8 y 9)². Gran parte de este exceso de liquidez parece ser consecuencia de anteriores desplazamientos de cartera, como indica, en ambos casos, la gran diferencia existente entre las medidas de las brechas monetarias basadas en la serie de M3 oficial y la que se obtiene utilizando una estimación de la serie de M3 corregida por los desplazamientos de cartera³. Sin embargo, dado el reciente afianzamiento de la evolución monetaria subyacente asociado al reducido nivel de los tipos de interés, los indicadores del exceso de liquidez corregidos por los efectos de los desplazamientos de cartera también se han incrementado en los últimos trimestres, y actualmente se sitúan en sus niveles más elevados desde enero de 1999.

En caso de que una parte considerable de este exceso de liquidez se transforme en dinero para operaciones, especialmente en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica, los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo aumentarían. Además, un elevado exceso de liquidez y un intenso crecimiento del crédito podrían convertirse en causa de un considerable incremento del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

2.2 EMISIONES DE VALORES

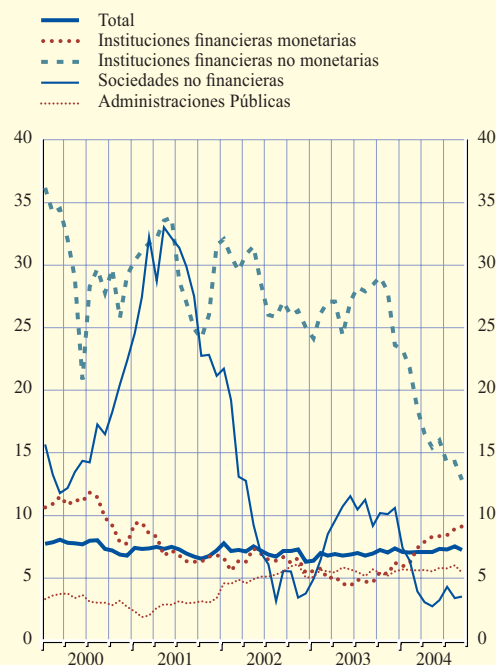
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente en el tercer trimestre del 2004, favorecida, fundamentalmente, por los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y las sociedades no financieras. En el citado trimestre, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro registró un descenso moderado.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente, hasta el 7,4%, en el tercer trimestre del 2004 (véase gráfico 10). Esta evolución es atribuible al aumento de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, desde el 1,6% del segundo trimestre del 2004 hasta el 3,9% del tercero. Este crecimiento todavía es relativamente reducido si se compara con una tasa media de crecimiento interanual del 14,3% de la emisión de este tipo de valores en el 2003. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de

Gráfico 10 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 El nivel absoluto de las medidas de las brechas monetarias debe interpretarse con cierta cautela porque depende, fundamentalmente, de la elección del período base.

3 Esta estimación está sujeta a considerable incertidumbre y, por consiguiente, debe interpretarse con cautela. Para conocer más detalles, véase el artículo «Análisis monetario en tiempo real», sección 4 del Boletín Mensual de octubre del 2004.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2004 III	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾				
		2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III
Valores distintos de acciones	9,248	6,9	7,1	7,1	7,1	7,4
IFM	3,534	4,7	5,4	6,3	8,0	8,7
Instituciones financieras no monetarias	728	28,0	27,6	22,0	16,4	14,3
Sociedades no financieras	585	10,7	10,1	7,0	3,1	3,7
Administraciones Públicas	4,401	5,4	5,4	5,6	5,6	5,8
<i>De las cuales:</i>						
Administración Central	4,160	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2
Otras Administraciones Públicas	241	22,9	22,5	21,5	18,4	16,4
Acciones cotizadas	3,762	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9
IFM	580	0,8	1,3	1,9	2,3	1,7
Instituciones financieras no monetarias	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,8
Sociedades no financieras	2,820	1,0	0,9	0,9	0,8	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».

valores distintos de acciones a largo plazo se mantuvo sólida, en el 7,8%. Parece que la tendencia observada en el primer semestre del 2004, consistente en ampliar el vencimiento medio de la deuda, fue menos pronunciada en el tercer trimestre del 2004.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó 0,7 puntos porcentuales, hasta el 8,7%, en el tercer trimestre del 2004 (véase cuadro 3). El aumento de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM desde finales del 2003 se debe, probablemente, al fuerte incremento de los préstamos concedidos por este sector.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de sociedades no financieras e instituciones financieras distintas de IFM, que incluye a las instituciones financieras no monetarias y a las sociedades no financieras, descendió ligeramente, hasta el 9,3%, en el tercer trimestre del 2004. Este descenso es atribuible a una reducción de 2,1 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, y refleja la disminución de la financiación indirecta de las IFM y de las sociedades no financieras a través de filiales financieras y entidades de propósito especial en los últimos meses. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de la emisión neta de las instituciones financieras no monetarias se mantuvo intensa, en el 12,8%, en septiembre del 2004.

La emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras ha experimentado una leve recuperación últimamente, como queda reflejado en el aumento de la tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por este sector, hasta el 3,7% en el tercer trimestre del 2004, en comparación con el 3,1% del trimestre anterior. Desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento interanual de los valores emitidos por las sociedades no financieras en el tercer trimestre del 2004 fue considerablemente inferior a la tasa media de crecimiento interanual, el 8,9%, registrada en el 2003. Existen varios factores que explican por qué la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se ha mantenido contenida a pesar de que las condiciones de financiación en la zona del euro son muy favorables. El aspecto más destacable es que la evolución positiva observada en los ingresos puede haber estimulado el ahorro interno y reducido la necesidad de financiación externa (véase recua-

dro 4). Además, el nivel de endeudamiento de las sociedades no financieras, todavía elevado, puede haber llevado a las empresas a continuar reestructurando sus balances.

En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se elevó ligeramente, hasta el 5,8%, en el tercer trimestre del 2004. El origen de esta evolución fue un leve aumento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central, hasta el 5,2%, en el tercer trimestre del 2004, mientras que la de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente, las Administraciones regionales y locales, se mantuvo elevada, en el 16,4%. La relativa intensidad de la emisión de valores a largo plazo por parte de la Administración Central durante el tercer trimestre del 2004, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 5,5%, en comparación con una tasa media de crecimiento del 3,2% en el 2003, es indicativa de un intento de reajustar la estructura de vencimientos de este sector, lo que, muy probablemente, se debe a los reducidos tipos de interés a largo plazo en términos históricos.

ACCIONES COTIZADAS

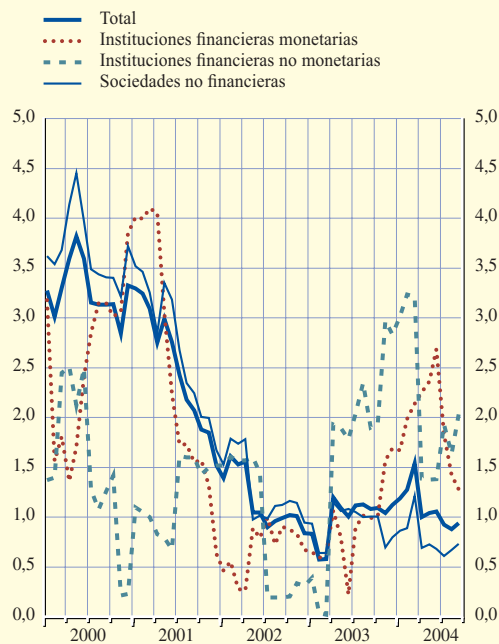
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel muy reducido y descendió levemente, desde el 1,1% del segundo trimestre del 2004 hasta el 0,9% del tercero (véanse gráfico 11 y cuadro 3). Esta trayectoria fue resultado de una disminución de 0,6 puntos porcentuales, hasta el 1,7%, de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM, y del débil crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, hasta el 0,7%, en el tercer trimestre del 2004. Por último, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias, incluidas las empresas de seguro, se situó en el 1,8%, prácticamente sin modificaciones, en el tercer trimestre del 2004. Es probable que la moderada actividad del mercado primario de acciones se deba al coste del capital, aún relativamente intenso, y a las elevadas amortizaciones consecuencia de las numerosas operaciones de recompra y a una serie de exclusiones de cotización (véase recuadro 4).

2.3 INVERSORES INSTITUCIONALES

Los datos sobre inversión financiera por parte de los fondos de inversión, las empresas de seguro y los fondos de pensiones correspondientes al segundo trimestre del 2004 indican que ha seguido normalizándose el comportamiento en la asignación de carteras hacia activos de mayor riesgo por parte de los inversores institucionales.

Gráfico 11 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)

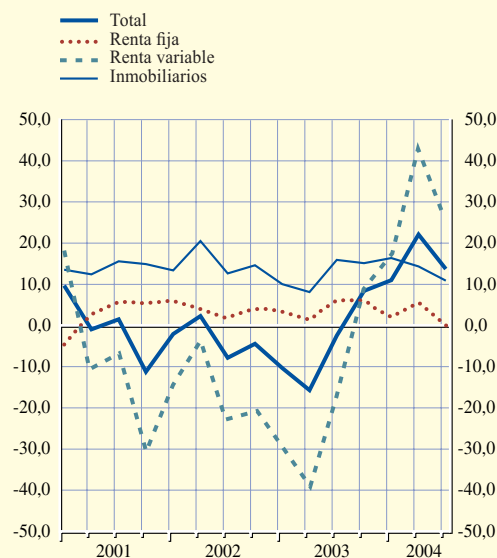


Fuente: BCE.

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

Gráfico 12 Activos totales de los fondos de inversión (detalle por política de inversión)

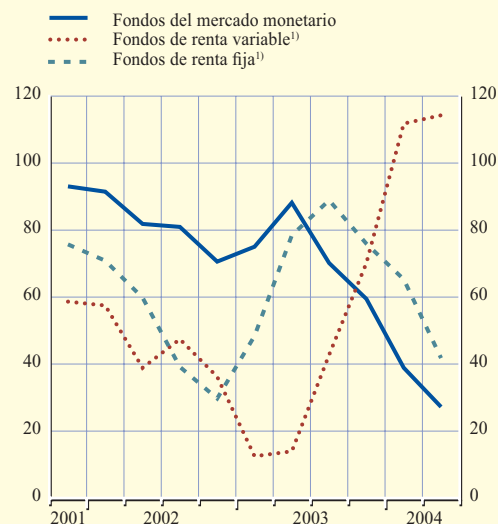
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 13 Flujos netos de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)



Fuentes: BCE y FEFSI.

1) Cálculos del BCE a partir de datos nacionales facilitados por la FEFSI.

FONDOS DE INVERSIÓN

La tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro descendió hasta el 14% en el segundo trimestre del 2004, en comparación con el 22% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 12). Esta disminución fue generalizada en los distintos fondos, aunque su magnitud fue ligeramente divergente. La tasa de crecimiento interanual del valor de los activos totales en manos de los fondos de renta variable se redujo hasta el 25%, desde el 43% del trimestre anterior, aunque esta pronunciada caída se debió, fundamentalmente, a un efecto base asociado a la fuerte subida de las cotizaciones bursátiles en el segundo trimestre del 2003. En el caso de los fondos de renta fija, la tasa de variación interanual del valor de los activos totales descendió hasta el -0,5%, en comparación con el 6% del primer trimestre, mientras que la tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos inmobiliarios se situó en el 11% en el segundo trimestre, frente al 14% del trimestre anterior.

Las variaciones del valor de los activos totales en poder de los fondos de inversión incluyen los efectos de valoración causados por modificaciones en el precio de los activos. Por lo tanto, no son comparables con los datos de flujos en las estadísticas de los balances de las IFM, que están corregidos por dichos efectos de valoración. A partir de datos facilitados por la FEFSI⁴, parece que se produjeron intensos flujos de entrada en los fondos de renta variable en el primer y segundo trimestres del 2004 (véase gráfico 13). Esto indica que las positivas tasas de variación interanual del valor de los activos obedecen, al menos en parte, a los continuados flujos de entrada en los fondos de renta variable. Los datos facilitados por la FEFSI también señalan un descenso de los flujos de entrada en los fondos de renta fija en el segundo trimestre, continuando con la tendencia a la baja aparente desde el último trimestre del 2003. No obstante, dado que los flujos de entrada se mantuvieron positivos, en términos interanuales, la negativa

4 The Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija. Los países incluidos en las estadísticas de la FEFSI son Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Portugal y Finlandia. Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro», Boletín Mensual, junio del 2004.

tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de renta fija parece haber sido consecuencia de los efectos de valoración. Según los datos de los balances de las IFM, los flujos netos de entrada en fondos del mercado monetario continuaron disminuyendo en el segundo trimestre.

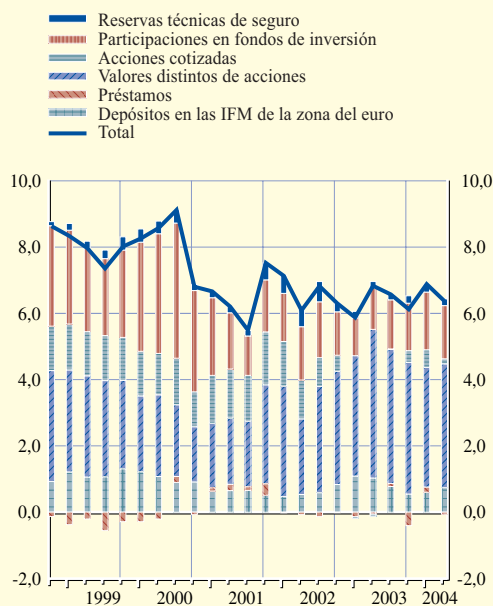
Los persistentes flujos netos de entrada en los fondos de renta variable y la caída de los flujos netos de entrada en los fondos del mercado monetario observados en el segundo trimestre del 2004 son acordes con la continuación de la normalización del comportamiento de los inversores de la zona del euro en la asignación de carteras, mientras que las tenencias de activos están registrando un cambio desde participaciones del mercado monetario y valores de renta fija, de menor riesgo, hacia activos de mayor riesgo como los valores de renta variable. De este modo, los datos confirman el análisis basado en datos monetarios que se presenta en la sección 2.1.

EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguro y los fondos de pensiones de la zona del euro descendió hasta el 6,4% en el segundo trimestre del 2004, desde el 6,9% del primer trimestre, lo que apunta a una evolución divergente de las categorías individuales de activos. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las empresas de seguro y los fondos de pensiones y la de las acciones cotizadas descendieron, la tasa de crecimiento de la adquisición de valores distintos de acciones se incrementó (véase gráfico 14). Por otra parte, se elevaron las tenencias de las empresas de seguro y los fondos de pensiones de depósitos en las IFM de la zona del euro.

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguro y los fondos de pensiones

(tasas de crecimiento interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

2.4 FINANCIACIÓN E INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

El crecimiento de la financiación total del sector no financiero se estabilizó en el segundo y tercer trimestres del 2004. Aunque la financiación de los hogares se intensificó de nuevo, impulsada por la persistente demanda de préstamos para adquisición de vivienda, la de las sociedades no financieras y la de las Administraciones Públicas se mantuvieron estables. En cuanto a la inversión financiera, los datos de la cuenta financiera confirman que en el segundo trimestre del 2004 continuó la normalización del comportamiento en la asignación de carteras por motivos de cautela en favor de activos a más largo plazo.

FINANCIACIÓN DEL SECTOR NO FINANCIERO

Las estimaciones basadas en información procedente de estadísticas monetarias y bancarias y de emisiones de valores indican que las tasas de crecimiento de la financiación total y del endeudamiento del

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

	Saldo vivo en porcentaje de la financiación del sector ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III ²⁾
Sector no financiero	100	4,1	4,0	3,9	4,4	4,8	5,2	4,8	4,4	4,4	4,5
Del cual: financiación a largo plazo ³⁾	85,3	4,5	4,5	4,2	4,2	4,4	5,0	4,8	4,6	4,8	4,5
Endeudamiento ⁴⁾	83,4	5,1	4,6	4,8	5,5	5,8	6,0	5,5	4,9	5,1	5,25
Del cual: endeudamiento a corto plazo	14,7	1,8	0,7	2,1	5,5	7,1	6,3	5,0	2,9	2,2	4,25
Del cual: endeudamiento a largo plazo	68,7	5,8	5,5	5,3	5,5	5,5	5,9	5,7	5,3	5,8	5,5
Hogares^{4),5)}	23,4	6,0	6,1	6,5	6,7	6,5	7,1	7,1	7,4	8,0	8,25
De los cuales: endeudamiento a corto plazo	7,3	0,7	0,2	0,8	-0,3	-1,5	-1,4	-0,8	0,4	1,6	2,75
De los cuales: endeudamiento a largo plazo	92,7	6,5	6,7	7,1	7,4	7,3	7,9	7,8	8,0	8,5	8,75
Sociedades no financieras	43,5	3,3	2,7	2,5	3,0	3,4	3,7	3,1	1,8	1,8	2,25
De las cuales: financiación a largo plazo	81,7	4,7	4,2	3,6	3,4	3,3	3,9	3,4	2,5	2,4	2,75
Endeudamiento ⁴⁾	61,8	5,5	3,7	4,0	5,1	5,2	5,2	4,3	2,2	2,5	3
Del cual: endeudamiento a corto plazo	18,3	-2,9	-3,8	-2,3	0,9	4,0	3,0	1,6	-0,7	-0,7	0
Del cual: endeudamiento a largo plazo	43,6	9,7	7,4	7,0	7,0	5,8	6,1	5,5	3,5	3,9	4,25
Del cual: préstamos	49,7	5,1	3,2	3,9	4,6	4,3	4,5	3,3	1,6	2,0	2,75
Del cual: valores distintos de acciones	8,1	8,8	6,8	4,1	8,1	11,6	9,8	10,3	4,5	4,1	3,75
Del cual: reservas de fondos de pensiones	4,0	4,4	4,7	5,2	5,4	5,8	6,0	5,9	5,8	5,75	
Acciones cotizadas	38,2	0,9	1,2	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,0	0,4	0,5
Administraciones Públicas⁴⁾	33,1	4,1	4,3	4,2	5,0	5,8	5,9	5,5	5,4	5,4	5
De las cuales: endeudamiento a corto plazo	15,3	12,3	10,4	11,9	17,1	16,3	15,6	13,4	9,8	7,0	12,25
De las cuales: endeudamiento a largo plazo	84,7	2,8	3,4	3,0	3,1	4,0	4,3	4,2	4,6	5,1	3,75
De las cuales: préstamos	16,8	-0,6	-0,8	-1,9	-1,5	0,9	2,8	3,6	3,7	3,2	1,25
De las cuales: valores distintos de acciones	79,9	4,7	5,0	5,2	6,0	6,5	6,2	5,7	5,7	5,8	5,5
De las cuales: pasivos de la Administración Central en forma de depósitos	3,2	15,8	15,8	12,3	14,7	13,4	13,2	8,9	7,5	4,8	11
Endeudamiento en relación con el PIB (en %)											
Hogares		50	50	51	51	52	52	53	53	54	55
Sociedades no financieras		62	62	62	62	63	63	63	62	62	62
Administraciones Públicas		73	74	74	76	77	76	75	77	77	76
Ratio deuda-capital de las sociedades no financieras		142	189	184	211	185	183	166	160	162	165

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

sector no financiero prácticamente no registraron variaciones en el tercer trimestre del 2004 (véase cuadro 4), y se situaron en torno al 4,5 % y al 5,25 %, respectivamente.

La financiación del sector hogares se ha vuelto a intensificar en los últimos meses, y se calcula que ha crecido a una tasa interanual del 8,25% en el tercer trimestre del 2004. Este aumento del crecimiento de los préstamos se debe, principalmente, a la fuerte demanda de préstamos a largo plazo que se conceden para la adquisición de vivienda en un contexto de dinamismo en los mercados hipotecarios de algunos países. En el tercer trimestre del 2004, la trayectoria de los préstamos para adquisición de vivienda se vio favorecida por las favorables condiciones de financiación, tal y como señalan los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema de octubre del 2004⁵. En los últimos trimestres, la tasa de crecimiento interanual del total de los préstamos concedidos a los hogares ha sido más elevada que la de los otorgados por las IFM, lo que apunta a la persistencia de una elevada tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por otras instituciones financieras en el contexto de la titulización hipotecaria en determinados países. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también volvió a incrementarse en el tercer trimestre del 2004, mientras que la de otros préstamos de las IFM a hogares se mantuvo prácticamente estable.

Como consecuencia del sostenido crecimiento del crédito, la deuda de los hogares en relación con el PIB volvió a aumentar, situándose en el 55% en el tercer trimestre. No obstante, a pesar del endeudamiento históricamente elevado, se estima que la carga total de la deuda (incluidos los pagos de intereses más amortizaciones del principal) en relación con la renta disponible ha permanecido estable, en general, desde el año 2000, como consecuencia del entorno actual de bajos tipos de interés (para conocer datos recientes sobre la evolución de la situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras en el 2003, véase recuadro 3).

A pesar de que los tipos de interés son bastante bajos, se calcula que la tasa de crecimiento interanual de la financiación a las sociedades no financieras se estabilizó en el 2,25 % en el tercer trimestre del 2004. Esta evolución se debió a un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no registró variaciones. Se estima que el crecimiento interanual del total de préstamos tomados por las sociedades no financieras se elevó hasta el 2,75 % en el tercer trimestre de este año. En cambio, se calcula que el crecimiento de la financiación mediante la emisión de valores descendió ligeramente en el citado trimestre (véase también el recuadro titulado «Condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro»).

Se calcula que la deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras no registró variaciones y se mantuvo en un nivel relativamente elevado en el tercer trimestre del 2004. La deuda en relación con los beneficios empresariales (medida por el excedente de explotación, que se ha incrementado en los últimos trimestres) disminuyó levemente en el tercer trimestre.

Se estima que la tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda de las Administraciones Públicas se situó en torno al 5% en el tercer trimestre. Esta elevada tasa de crecimiento tuvo su origen en la débil situación presupuestaria de varios Gobiernos de la zona del euro. Las estimaciones apuntan a que la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB descendió ligeramente en el tercer trimestre.

5 Véase el recuadro «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema de octubre del 2004» publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2004.

Recuadro 3

AHORRO, FINANCIACIÓN E INVERSIÓN DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2003

Acaban de ponerse a disposición del público los datos de las cuentas nacionales para la zona del euro correspondientes al año 2003¹, que permiten la realización de un análisis exhaustivo de la evolución financiera de los sectores de la zona del euro. Sobre esta base, en este recuadro se examina la trayectoria del ahorro, la financiación y la inversión financiera de los hogares y de las sociedades no financieras en el 2003.

En general, los hogares contaban con una amplia capacidad de financiación, mientras que las sociedades no financieras necesitaban financiación (gráfico A). El saldo neto agregado de los sectores de la zona del euro frente al resto del mundo (teniendo en cuenta también el déficit de las Administraciones Públicas) siguió siendo positivo en el 2003, aunque descendió ligeramente.

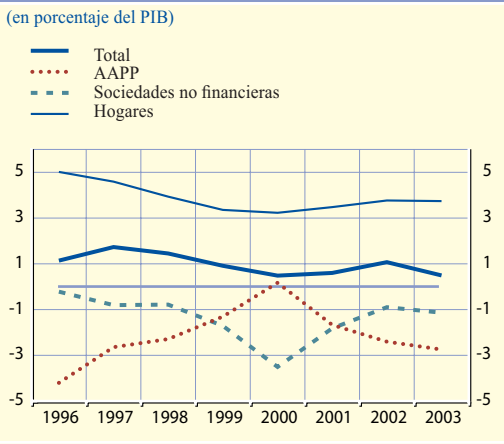
Hogares

El mantenimiento, en términos generales, de la capacidad de financiación de los hogares en el año 2003 se corresponde con la estabilidad general del ahorro y de los gastos brutos de capital (principalmente en la adquisición de propiedades inmobiliarias) de los hogares en relación con el PIB.

En el año 2003 se incrementó aún más la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda por parte de los hogares², lo que provocó que el endeudamiento de este sector con respecto a la renta disponible continuara aumentando (véase gráfico B). No obstante, el endeudamiento de

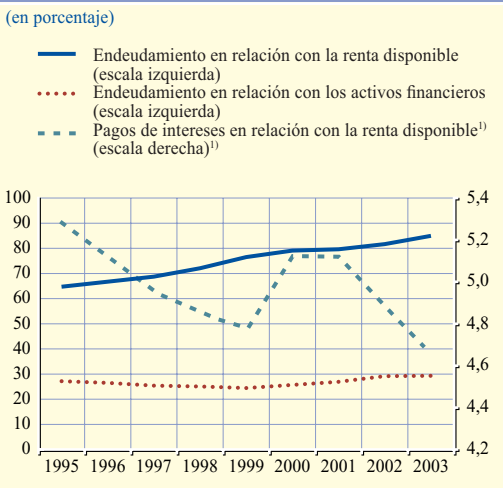
1 Véase la sección 3.4 de las «Estadísticas de la zona del euro» de este Boletín Mensual. Los datos de las cuentas financieras de la zona del euro se basan en las cuentas financieras nacionales compiladas por Eurostat y ajustadas en parte por el BCE.
2 Cabe destacar que una parte importante de las operaciones inmobiliarias financiadas mediante préstamos no se traducen en un aumento de la formación neta de capital (que ha sido moderada o negativa desde mediados de los años noventa), porque éstas tienen lugar en el mercado secundario, principalmente como operaciones entre hogares.

Gráfico A Capacidad/necesidad de financiación de los sectores¹⁾



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) La capacidad/necesidad de financiación se define como la diferencia entre el ahorro bruto y las transferencias netas de capital recibidas, menos la formación bruta de capital y la adquisición neta de objetos valiosos.

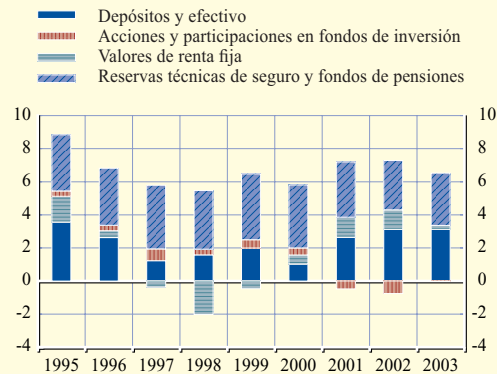
Gráfico B Endeudamiento y carga del pago de intereses de los hogares



Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Los pagos de intereses correspondientes al 2003 son estimaciones del BCE.

Gráfico C Inversión financiera de los hogares

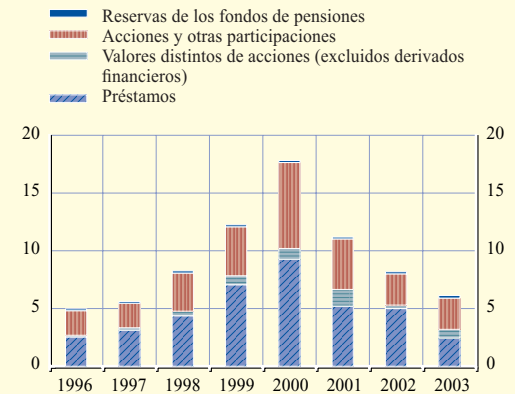
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico D Financiación por sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)¹⁾



Fuentes: BCE.

1) Excluidos los derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago.

los hogares de la zona del euro en relación con la renta disponible se mantuvo en niveles muy inferiores a los existentes en otros países industrializados, como Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Además, se estabilizó el endeudamiento en relación con los activos financieros, al aumentar el valor de los valores mantenidos por los hogares (especialmente las acciones). Asimismo, el incremento de la deuda hipotecaria ha estado acompañado por una subida del precio de la vivienda desde 1999. A pesar del avance del endeudamiento, la carga total del pago de intereses de los hogares de la zona del euro volvió reducirse en el 2003 en un entorno de tipos de interés reducidos.

La inversión financiera de los hogares se elevó ligeramente en el 2003 (véase gráfico C). Los flujos hacia los depósitos y el efectivo se mantuvieron prácticamente estables. La inversión en reservas técnicas de seguro y fondos de pensiones, que ha tendido a situarse en niveles relativamente altos en los años anteriores, se incrementó moderadamente en el 2003. Cabe destacar, asimismo, el renovado interés de los hogares por adquirir acciones y participaciones de los fondos de inversión (principalmente de renta variable) por vez primera desde el 2000, lo que se produjo, en parte, a expensas de la adquisición de renta fija, que decayó en el 2003.

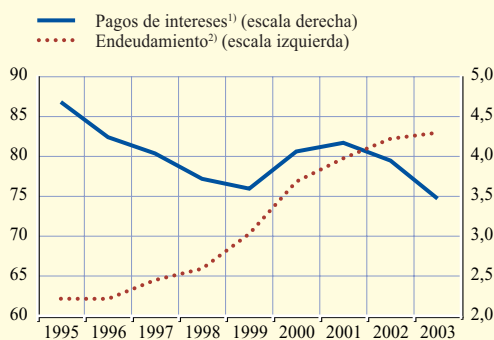
Sociedades no financieras

La práctica estabilidad de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras en el 2003, en el -1,1% del PIB, fue consecuencia del leve descenso de los fondos internos de las empresas y de la inversión real.

El ligero descenso de los fondos internos se debió, principalmente, a la reducción de las transferencias netas de capital recibidas, mientras que el ahorro bruto se mantuvo prácticamente estable en relación con el PIB. Esto puede indicar que, a nivel agregado, la rentabilidad de las empresas no aumentó significativamente en el 2003, aunque cabe observar que el ahorro bruto no incluye las minusvalías regis-

Gráfico E Endeudamiento y pagos de intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



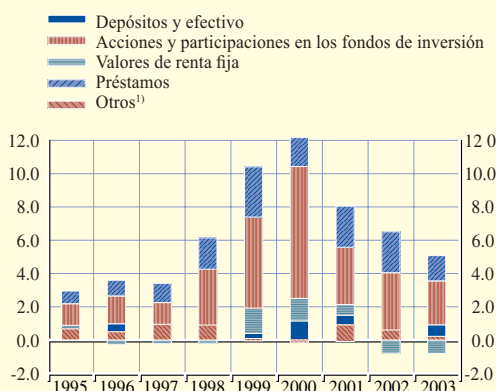
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Los pagos de intereses correspondientes al 2003 son estimaciones del BCE.

2) El endeudamiento incluye préstamos, valores distintos de acciones (excluidos los derivados financieros) y las reservas de fondos de pensiones.

Gráfico F Inversión financiera de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Otros: otras cuentas pendientes de cobro netas, derivados financieros netos y reservas técnicas de seguro.

tradas en la tenencia de valores³. La inversión real en relación con el PIB se redujo algo más en el 2003, reflejo, en parte, de recuperación gradual de la actividad económica .

En general, la brecha financiera se elevó de forma moderada en el 2003. Pese a este aumento, se produjo una disminución de los pasivos netos contraídos, que pasaron del 8,2% del PIB en el 2002 al 6,1%. Esto proporciona cierta evidencia acerca de que las sociedades no financieras han limitado su dependencia de la financiación externa con el fin de estabilizar su endeudamiento.

La disminución de los pasivos netos contraídos refleja fundamentalmente una caída en el volumen de los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico D), atribuible principalmente a los préstamos de las IFM. Los préstamos otorgados por instituciones distintas de IFM y los préstamos entre empresas relacionadas se mantuvieron estables. Por el contrario, la emisión neta de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras aumentó en el 2003, mientras que la emisión total de acciones permaneció prácticamente estable. Por lo que respecta a estas acciones, predominó la emisión de acciones no cotizadas, mientras que las acciones cotizadas mantuvieron un nivel de emisión bajo.

La deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras se estabilizó prácticamente en el 2003 (véase gráfico E). Se estima que la carga derivada del pago bruto de intereses haya registrado un nuevo descenso, debido al nivel relativamente reducido de los tipos de interés.

3 La práctica estabilidad del ahorro bruto en las cuentas nacionales no contrasta con el del aumento de los beneficios empresariales que se deriva de los datos de mercado correspondientes al 2003 (por ejemplo, procedente de los datos relativos a los ingresos por acción). Esto puede deberse al hecho de que el ahorro bruto no incluye las minusvalías (que parecen haber moderado los beneficios empresariales en el 2002, y que produjo un crecimiento significativo en el 2003). Otro motivo es que la medida de los beneficios empresariales derivada de la ratio precio-beneficios sólo se refiere a las (grandes) empresas que cotizan en Bolsa y puede que no refleje la situación media de las empresas de la zona del euro. (Véase también el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro» en el Boletín Mensual de enero del 2004).

La inversión financiera volvió a caer en el 2003, continuando así la tendencia a la baja observada desde su máximo alcanzado en el 2000 (véase gráfico F). En particular, el crecimiento de los préstamos entre empresas relacionadas disminuyó aún más, mientras que el de las acciones y otras participaciones se mantuvo estable, lo que refleja la continuidad de la moderación en materia de fusiones y adquisiciones durante el año 2003. Por otra parte, las sociedades no financieras fueron vendedoras netas de valores de renta fija. En cambio, sus tenencias de efectivo y depósitos registraron un fuerte aumento, basándose la demanda de depósitos a la vista en el bajo coste de oportunidad de mantener estos instrumentos líquidos.

Recuadro 4

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

En conjunto, las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro son favorables en la actualidad. Sin embargo, en el 2004 los flujos de financiación de las sociedades no financieras han sido moderados hasta el momento. Este recuadro se centra en los costes de financiación de las sociedades no financieras e identifica una serie de factores que podrían explicar el crecimiento aún débil de los flujos de financiación hacia las sociedades no financieras de la zona del euro.

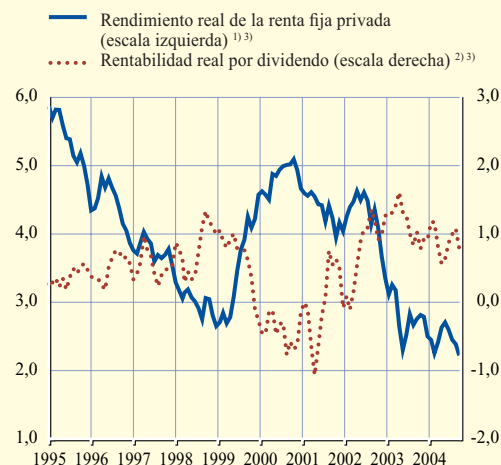
Costes de la financiación mediante deuda

Los costes reales de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras siguen estando en un nivel muy bajo. Por ejemplo, el coste real de la deuda basada en el mercado (medida como media ponderada del rendimiento de bonos de alta calidad —con grado de inversión— y del de bonos de elevada remuneración, deflactada por las expectativas de inflación de Consensus a cuatro años vista¹ se encuentra actualmente en un nivel históricamente reducido (véase gráfico A). Esta evolución es consecuencia del descenso general de los tipos de interés a lo largo del período y, más recientemente, de la mejora de las perspectivas de riesgo de crédito en el sector empresarial (como se refleja también en los estrechos diferenciales de la renta fija privada; véase gráfico 24 de la sección 2.6).

El favorable coste actual de la financiación mediante deuda se refleja también en los reducidos tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (gráficos B y C). Resulta difícil llevar a cabo una comparación histórica, porque la defi-

Gráfico A Costes de financiación reales, basados en el mercado, de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



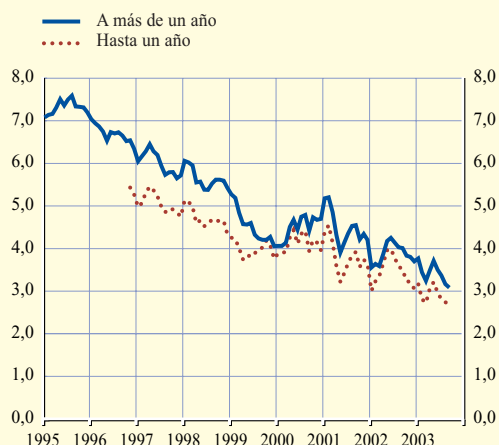
Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

- 1) El rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras depende de un índice de Merrill Lynch que hace referencia a la calidad (grado de inversión) de las sociedades no financieras, así como de un índice de alta remuneración. Antes de abril de 1998, sólo se disponía de datos nacionales (Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España). Los rendimientos se agregan utilizando las ponderaciones del PIB correspondientes a la paridad del poder adquisitivo del 2001.
- 2) La rentabilidad por dividendo se define como el dividendo anual, anticipado por los participantes en el mercado, en porcentaje del precio de las acciones.
- 3) Deflactados por las expectativas de inflación de Consensus Economics.

1 Véase también el recuadro 3 titulado «Medición de los tipos de interés reales en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, p. 32, para una examen de las medidas deflacionarias.

Gráfico B Tipos de interés reales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos concedidos a las empresas ¹⁾

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos concedidos a las empresas están deflactados por el IAPC observado.

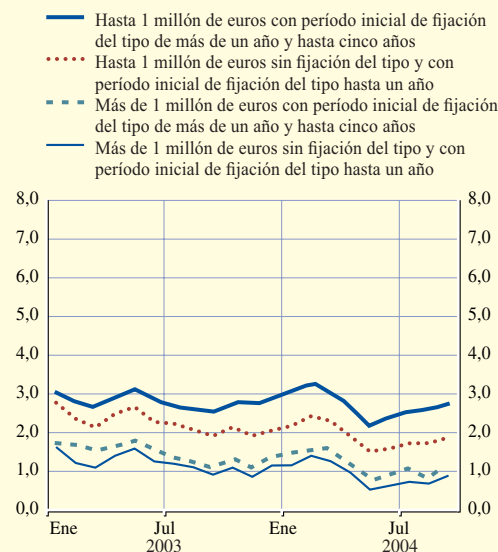
nición estadística de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha cambiado desde la introducción de las nuevas estadísticas armonizadas de tipos de interés aplicados por las IFM en enero del 2003. Sin embargo, centrándose en los cambios, los tipos de interés reales a largo plazo se redujeron en torno a 4 puntos porcentuales entre 1995 y finales del 2002 (véase gráfico B). Además, la tendencia a la baja ha continuado en los años 2003 y 2004, aunque a un ritmo algo más moderado (gráfico C, basado en las nuevas estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM).

En cuanto a la evolución más reciente, los tipos de interés reales aplicados a los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente en el tercer trimestre del 2004, pero, en general, se mantuvieron en niveles muy reducidos. Hay evidencia también de que al tiempo que las sociedades no financieras han prolongado recientemente el vencimiento de sus deuda, el porcentaje relativo de préstamos con un período inicial de fijación del tipo a corto plazo, o incluso sin fijación del tipo, ha aumentado de forma correspondiente.

Además, los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y tipos de mercado comparables o han permanecido estables o han descendido ligeramente en el transcurso del 2004, probablemente debido a que la percepción de las entidades de crédito acerca de las perspectivas del riesgo de crédito es más favorable (como también confirma la encuesta sobre préstamos bancarios realizada en octubre del 2004²⁾). Con todo, los diferenciales de crédito basados en las entidades de crédito han disminuido de forma más moderada en

Gráfico C Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras ¹⁾

(en porcentaje; ponderados ²⁾)



Fuentes BCE.

1) Los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a las empresas están deflactados por IAPC observado.

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

2 Véase el recuadro 2 titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre del 2004», en la p. 17 del Boletín Mensual de noviembre del 2004.

los últimos años y se mantienen en un nivel algo más elevado que los diferenciales de crédito basados en el mercado, en particular en lo que se refiere a los diferenciales de los préstamos de menor cuantía. Esto puede indicar que, en general, las IFM han sido más reticentes que los participantes en el mercado a asumir riesgos al prestar a las sociedades no financieras, lo que refleja, en parte, al carácter diferente de las sociedades no financieras que obtienen financiación mediante deuda a través de las entidades de crédito (sobre todo, las pequeñas y medianas empresas) y aquellas que la obtienen en los mercados de capitales (es decir, las grandes empresas).

En general, los costes totales de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras han descendido en los últimos años. Por ejemplo, en septiembre del 2004, la factura de los pagos de intereses por préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (medida por los saldos vivos multiplicados por sus tipos de interés correspondientes) ascendía a unos 131 mm de euros, frente a los 145 mm de euros de enero del 2003.

Costes de la financiación mediante acciones

En contraposición con los costes reales de la financiación mediante deuda, las medidas de los costes reales de la financiación mediante acciones se sitúan actualmente en un nivel más elevado que en los años 2000 y 2001. Como se ilustra en el gráfico A, una medida del coste real del capital (aproximada mediante la rentabilidad real por dividendo³), si bien ha descendido desde su máximo alcanzado a comienzos del 2003, se mantuvo considerablemente por encima del nivel observado (muy bajo) en el 2000 y comienzos del 2001. No obstante, si se tiene en cuenta una perspectiva a más largo plazo, esta medida del coste real actual del capital es sólo moderadamente superior al nivel observado en la segunda parte de los años noventa.

Flujos de financiación

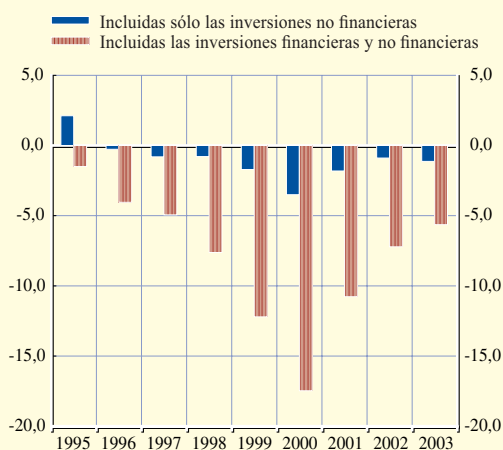
A pesar de la buena evolución de las condiciones de financiación mediante deuda, en el 2004 las sociedades no financieras sólo han incurrido en nuevas deudas de forma limitada. Así pues, durante la mayor parte del 2004, la tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro se ha mantenido en niveles relativamente moderados, por debajo del 4% (véase sección 2.4). Aunque se ha recuperado en los últimos trimestres, debido principalmente a un incremento de la financiación mediante préstamos, se mantiene en niveles relativamente reducidos desde una perspectiva histórica.

Varios factores podrían explicar la persistente moderación de la tasa de crecimiento de los flujos de financiación hacia las sociedades no financieras. En primer lugar, hay cierta evidencia de que la rentabilidad se ha incrementado, impulsando el ahorro interno y reduciendo la demanda de financiación externa por parte de las empresas (véase gráfico 27 de la sección 2.8 y los resultados correspondientes a la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2004). En segundo lugar, el endeudamiento de las empresas, aún elevado, (véase gráfico E del recuadro 3) puede haber inducido a numerosas empresas a gastar sus beneficios no distribuidos en la reestructuración y la reducción de su deuda, por ejemplo, mediante la recompra (amortización) de sus valores de renta fija. En tercer lugar, las sociedades

3 Un aumento de la rentabilidad por dividendo se supone que implica un mayor coste de capital, véase también el recuadro 5 titulado «Actividad en el mercado de ofertas públicas iniciales de la zona del euro», en la p. 34 del Boletín Mensual de diciembre del 2002.

Gráfico D Capacidad/necesidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) La capacidad (+) o necesidad (-) de financiación se calcula como la suma del ahorro neto y de las transferencias netas de capital menos las inversiones no financieras o la suma de las inversiones financieras y no financieras. Las inversiones no financieras comprenden la formación bruta de capital y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos.

no financieras pueden haber adoptado un enfoque cauto de «esperar a ver que pasa» con respecto a la financiación de nuevas e importantes inversiones de capital. Esta interpretación se ve corroborada por la evidencia de una brecha de financiación reducida, frente al máximo del año 2000 (véase gráfico D). Las estimaciones preliminares sugieren que la brecha de financiación se redujo de nuevo en el 2004.

En lo que se refiere a la financiación mediante acciones, el mercado primario de acciones de la zona del euro mantuvo su atonía en el 2004 (véase gráfico 11 de la sección 2.2), a causa de la moderada demanda de los inversores y los indicios de unos costes de capital aún relativamente elevados (véase gráfico A). El entorno levemente incierto también dio lugar a que se pospusieran una serie de ofertas públicas iniciales ya programadas. Es probable que la reducida emisión neta de acciones cotizadas refleje hasta cierto punto la limitada necesidad de fuentes de financiación externa en la coyuntura actual del

ciclo económico. Al mismo tiempo, conviene observar que si bien la actividad actual en el mercado primario de acciones puede considerarse débil en comparación con el período 1999-2001, este período se vio muy influido por una emisión extremadamente elevada por parte de los sectores de telecomunicación, prensa y tecnología.

En resumen, los costes de las distintas fuentes de financiación mediante deuda han disminuido en los últimos años. Los flujos de financiación externa hacia el sector empresarial, aun siendo relativamente moderados, son coherentes con el panorama de recuperación económica gradual, en el que las empresas están aumentando, en promedio, sus beneficios, pero sin decidirse a invertir a gran escala en capital fijo.

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

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasa de crecimiento interanual									
		2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III
Inversión financiera	100	4,2	4,4	4,0	4,3	4,6	4,7	4,5	4,4	4,7	.
Efectivo y depósitos	38,0	4,8	4,7	5,0	5,9	6,5	6,6	5,6	5,3	5,3	.
Valores distintos de acciones	12,5	1,8	2,4	1,3	-0,5	-2,2	-3,4	-2,2	-0,2	4,0	.
De las cuales: a corto plazo	1,2	-27,3	-15,6	-13,9	-17,9	-16,0	-25,6	-16,4	-4,8	15,0	.
De las cuales: a largo plazo	11,2	6,3	5,2	3,4	1,6	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	3,0	.
Participaciones en fondos de inversión	12,0	6,0	6,2	4,7	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	2,2	.
De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9,3	4,3	4,4	3,4	4,5	5,8	6,4	6,5	5,2	2,4	.
De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	18,0	16,5	12,0	11,8	13,4	9,1	8,3	2,7	1,7	.
Acciones cotizadas	13,1	0,1	-0,1	0,2	0,8	1,2	2,2	2,0	2,0	3,6	.
Reservas técnicas de seguro	24,5	7,1	7,1	6,4	6,3	6,5	6,6	6,7	6,4	6,1	.
M3 ²⁾		7,2	7,2	7,0	8,3	8,6	7,6	7,2	5,3	5,3	6,0
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-9,8	-8,8	-13,7	-17,1	-6,4	2,0	4,0	7,5	3,5	

Fuente: BCE.

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

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

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

INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

Los últimos datos disponibles sobre inversión financiera por parte del sector no financiero se refieren al segundo trimestre del 2004, y apuntan a un ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,7%, desde el 4,4% del primer trimestre (véase cuadro 5), impulsado por el mayor crecimiento de la inversión financiera a largo plazo.

Los datos correspondientes al segundo trimestre confirman y proporcionan más detalles sobre las conclusiones extraídas previamente a partir de los datos monetarios. El cambio de signo de los anteriores desplazamientos de cartera observados desde mediados del 2003 continuó, aunque a un ritmo gradual, ya que se transfirieron fondos desde instrumentos líquidos y seguros a corto plazo hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo. Cabe observar que el crecimiento de la inversión financiera en instrumentos a largo plazo se incrementó de forma notable, estimulado, fundamentalmente, por las adquisiciones de valores de renta variable y de valores distintos de acciones a largo plazo. Al mismo tiempo, el crecimiento de las participaciones en fondos del

Gráfico 15 Inversión financiera a corto y a largo plazo del sector no financiero

(tasas de variación interanual)



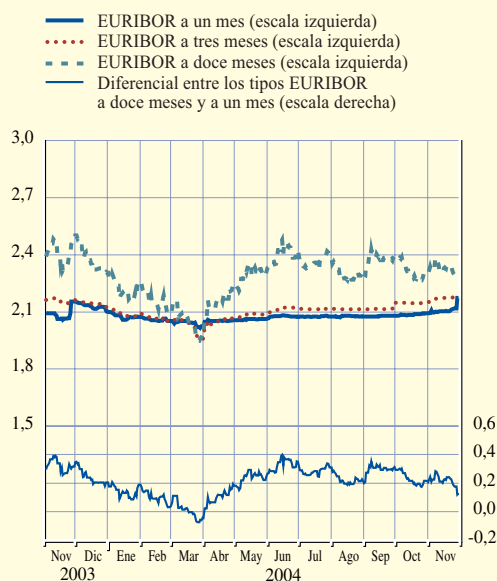
Fuente: BCE.

1) Adquisiciones netas de valores distintos de acciones a largo plazo y de acciones cotizadas.

2) Adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión, excepto participaciones en fondos del mercado monetario y productos de seguro.

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo del mercado monetario

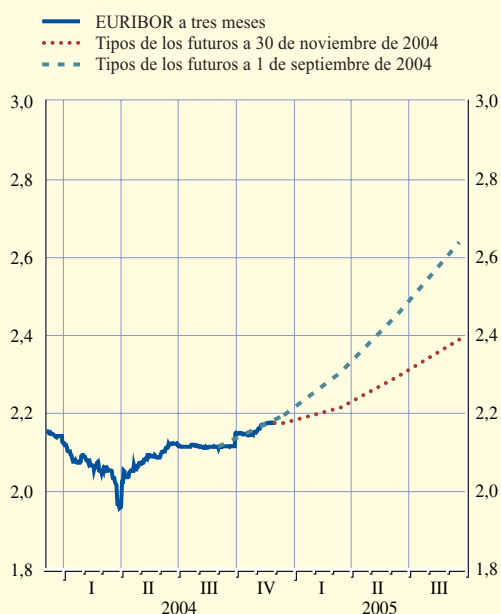
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Gráfico 17 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

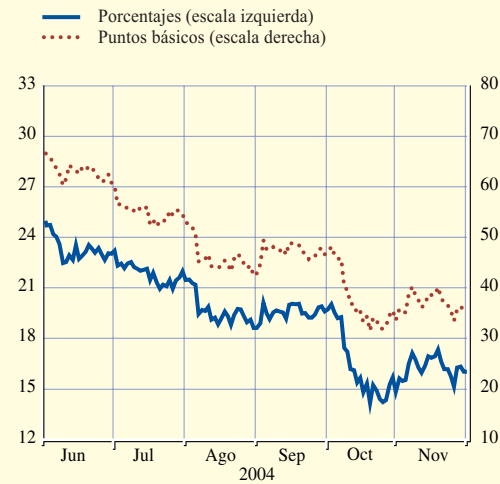
mercado monetario, que suelen mantenerse como alternativa a las inversiones en valores de renta variable en épocas de elevada incertidumbre económica y financiera, volvió a disminuir en el segundo trimestre del 2004.

Los datos de la cuenta financiera ofrecen más detalles sobre esta evolución, e indican que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras se llevó a cabo a través de una recuperación de las tenencias directas de instrumentos financieros a largo plazo (tanto valores distintos de acciones a largo plazo como acciones cotizadas). Al mismo tiempo, el crecimiento de las tenencias indirectas de valores (a través de la inversión en participaciones en fondos de inversión que no son del mercado monetario y en productos de seguro) registró un descenso (véase gráfico 15). Esto podría apuntar a una recuperación de la preferencia por el riesgo por parte de los sectores no financieros desde el tercer trimestre del 2003, en el contexto de mejores resultados en los mercados de renta fija y de renta variable, tras las positivas ganancias registradas en los valores en poder de los sectores no financieros durante cuatro trimestres consecutivos (véase cuadro 5).

La subida de los precios de las acciones, que ha compensado el efecto del incremento de la deuda del sector no financiero, ha estabilizado la deuda en relación con los activos financieros del sector en un nivel próximo al 90%, lo que apunta a una leve mejora de la situación patrimonial del sector no financiero en comparación con el 2003.

Gráfico 18 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio del 2005

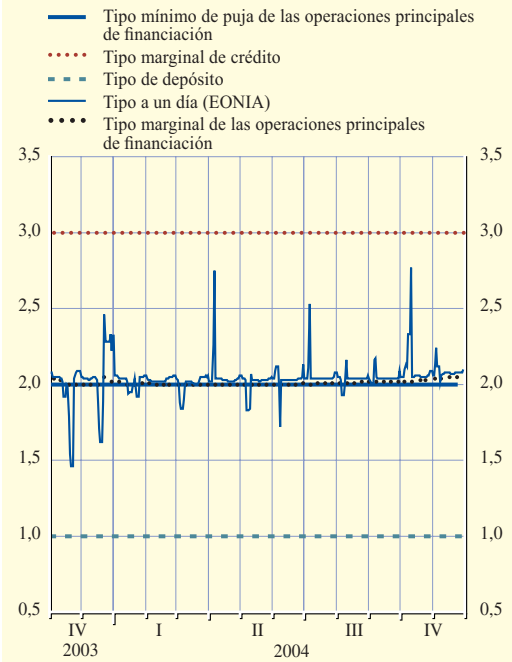
(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)



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

Gráfico 19 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario se han mantenido estables, en general, en los tres últimos meses, tras descender en julio y agosto. Dado que los tipos de interés a más corto plazo se han incrementado levemente, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado ligeramente desde finales de agosto.

Los tipos de interés a más corto plazo del mercado monetario han aumentado de forma moderada en los últimos meses, aunque se mantienen ligeramente por encima del 2%, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase gráfico 16). En cambio, los tipos a más largo plazo del mercado monetario han permanecido prácticamente estables, y el 1 de diciembre se situaban en niveles próximos a los observados a finales de agosto del 2004. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se ha aplanado un poco en los tres últimos meses. El 1 de diciembre del 2004, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de 11 puntos básicos (véase gráfico 16), 9 puntos básicos por debajo del nivel de finales de agosto.

Los participantes en el mercado han revisado a la baja sus expectativas sobre la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo durante el primer semestre del 2005. Esto queda ilustrado por la evolución de los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses (véase gráfico 17). Los tipos de interés implícitos en los contratos de futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo y junio del 2005 descendieron 9 y 17 puntos básicos entre finales de agosto y el 1 de diciembre del 2004, hasta situarse en el 2,20% y el 2,28% respectivamente.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los tipos de interés de los futuros del EURIBOR a tres meses volvió a disminuir en los tres últimos meses y se situó en niveles bajos en términos históricos (véase gráfico 18). Esto indica que, en el entorno actual, la incertidumbre de los participantes en el mercado en lo que respecta a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente escasa.

Durante la mayor parte del período comprendido entre finales de agosto y el 1 de diciembre del 2004, la liquidez y los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron relativamente estables (véase gráfico 19). Los tipos marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementaron levemente durante el citado período y se situaron 6 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja. Excepto los últimos días de los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de septiembre, el 11 de octubre y el 8 de noviembre del 2004, el EONIA se ha mantenido, en general, estable (véase recuadro 5). En las tres operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 30 de septiembre, el 28 de octubre y el 25 de noviembre, los tipos de interés de las subastas se situaron entre 4 y 9 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en dichas fechas.

Recuadro 5

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 11 DE AGOSTO DE 2004 Y EL 8 DE NOVIEMBRE DE 2004

En este recuadro se analiza la gestión de liquidez llevada a cabo por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de septiembre, el 11 de octubre y el 8 de noviembre del 2004.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito siguieron aumentando en el período analizado (véase gráfico A). El principal factor que contribuyó a este aumento fue el crecimiento de los factores autónomos netos (es decir, los factores de liquidez que generalmente no son imputables a la utilización de instrumentos de política monetaria), los cuales, durante este período, absorbieron un promedio de 191,5 mm de euros, el importe más elevado desde enero de 1999. Cabe atribuir este incremento, principalmente, al continuado crecimiento de los billetes en circulación, que alcanzaron un máximo histórico de 465,8 mm de euros. Los depósitos de las Administraciones Públicas también se situaron en niveles elevados, fluctuando, aproximadamente, entre 40 mm de euros y 78 mm de euros durante el período considerado. Las exigencias de reservas se mantuvieron estabilizadas, mientras que el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) osciló ligeramente en torno a un valor medio de 0,60 mm de euros, que, aunque bajo, se encuentra dentro de la gama de valores medios observados en períodos anteriores (véase gráfico B).

Oferta de liquidez y tipos de interés

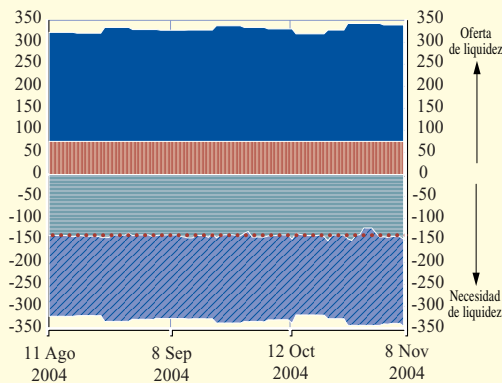
El volumen de las operaciones de mercado abierto se incrementó en consonancia con la creciente demanda de liquidez (véase gráfico A). El importe adjudicado en la operación principal de financiación (OPF) que se liquidó el 25 de octubre fue de 268 mm de euros, el más elevado desde el principio de 1999.

No obstante, la proporción entre las pujas presentadas por las entidades de crédito y las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) aumentó en el período analizado, situándose, en promedio, en 1,35.

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

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

- Operaciones principales de financiación: 255,38 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 75,00 mm de euros
- Saldos en cuentas corrientes: 138,43 mm de euros
- Nivel de reservas mínimas: (reservas mínimas: 138,43 mm de euros; exceso de reservas: 0,60 mm de euros)
- Factores autónomos: 191,46 mm de euros



Fuente: BCE.

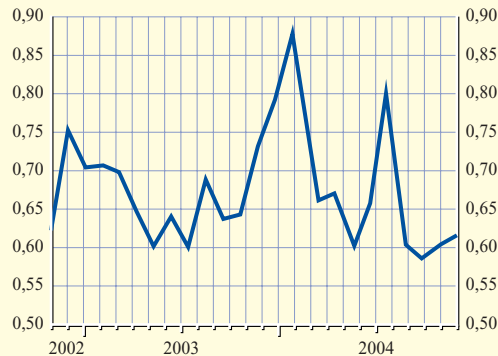
En todas las OPF liquidadas durante el período considerado, el BCE adjudicó el importe de referencia (es decir, la adjudicación necesaria para establecer una situación de liquidez equilibrada, según la previsión de liquidez total realizada por el BCE). La diferencia entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado al que se adjudicó la financiación en las subastas osciló entre 0 y 1 punto básico. La diferencia entre el tipo mínimo de puja y el tipo marginal pasó de 1 punto básico a mediados de agosto a 4 puntos básicos a comienzos de noviembre.

Por lo general, el EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) fue relativamente estable durante el período analizado, aunque siguió la misma tendencia ligeramente creciente que el tipo marginal (véase gráfico C). Como es habitual, el EONIA aumentó a finales de mes y mostró una mayor volatilidad en la semana comprendida entre la adjudicación de la última OPF y el final del período de mantenimiento respectivo.

Tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 7 de septiembre, el EONIA descendió inicialmente hasta niveles que se situaban sólo ligeramente por encima del tipo mínimo de puja del 2%, pues parece que los participantes en el mercado percibieron que la situación de liquidez era holgada. En los dos últimos

Gráfico B Exceso de reservas ¹⁾

(mm de euros, nivel medio en cada período de mantenimiento)



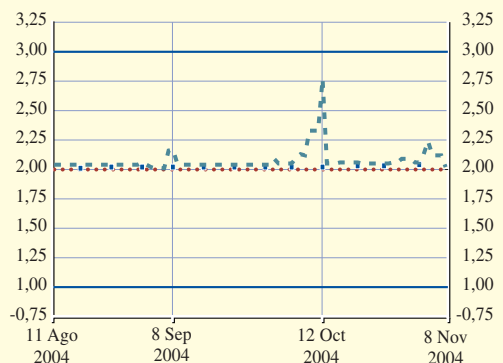
Fuente: BCE.

1) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)

- Tipo marginal OPF
- Tipo mínimo de puja OPF
- - - EONIA
- Corredor establecido por los tipos de interés aplicados a las facilidades marginal de crédito y de depósito.



Fuente: BCE.

días del período de mantenimiento, el EONIA se elevó hasta el 2,15% aproximadamente, aun cuando la situación de liquidez era relativamente holgada. El período terminó con un recurso neto a la facilidad de depósito de 2,2 mm de euros.

Al final del siguiente período de mantenimiento, el EONIA se situó en el 2,13% en el día de liquidación de la última OPF, pues se esperaba que la situación de liquidez fuera restrictiva; y, en esta ocasión, sí lo fue. El 11 de octubre, el último día del período de mantenimiento se produjo un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 7,6 mm de euros, elevándose el EONIA al 2,77%.

Después de la última OPF del período de mantenimiento que terminó el 8 de noviembre se puso de manifiesto un patrón similar de volatilidad y de expectativas de una situación de liquidez restrictiva. El jueves 4 de noviembre, el EONIA se incrementó hasta el 2,24%. En respuesta a este comportamiento, el BCE, a la mañana siguiente, comunicó que no preveía que se produjera un importante desequilibrio de liquidez el último día del período de mantenimiento, pero que estaba preparado para contrarrestar cualquier desequilibrio con una operación de ajuste. El último día del período de mantenimiento, pareció probable un déficit de 6,5 mm de euros, por lo que el BCE inyectó este importe mediante una operación de ajuste. Como resultado, el EONIA cayó y se situó ese día en el 2,02%. La decisión de realizar este ajuste reveló la voluntad del BCE de abordar de manera más efectiva los sustanciales desequilibrios de liquidez que causan una volatilidad excesiva en el tipo de interés a un día, sobre todo los resultantes de variaciones en las previsiones realizadas por el Eurosistema en relación con los factores autónomos de liquidez al final del período de mantenimiento.

2.6 MERCADOS DE RENTA FIJA

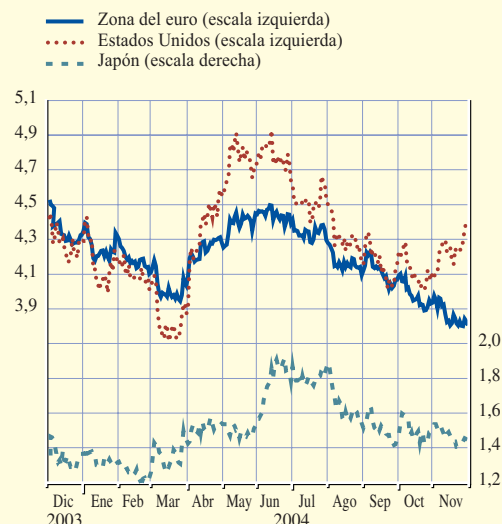
La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha sido divergente en los principales mercados, especialmente desde finales de octubre. El rendimiento de los bonos de la zona del euro y de Japón continuó con el descenso general iniciado en junio de este año, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses aumentó en noviembre, lo que ha invertido esta tendencia. Uno de los principales factores que explican la tendencia a la baja del rendimiento de los bonos de la zona del euro observada en los dos últimos meses parece estar relacionado con la preocupación de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento a corto plazo de la economía de la zona del euro.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un aumento, en general, entre finales de agosto y el 1 de diciembre, debido principalmente a los incrementos, bastante intensos, registrados en noviembre (véase gráfico 20). Desde una perspectiva a más largo plazo, en caso de que esta evolución resulte confirmada, puede indicar que se ha interrumpido la tendencia general a la baja del rendimiento de los bonos estadounidenses que ha prevalecido desde junio del 2004. En contraste con el aumento del rendimiento de los bonos nominales, se registró un descenso en el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación en el período citado, y un incremento considerable de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por el diferencial entre el rendimiento de los bonos nominales y el de bonos similares indicados con la inflación. Este incremento de las tasas de inflación implícitas puede señalar que los participantes en el mercado percibieron que estaban aumentando los riesgos inflacionistas en Estados Unidos.

Gráfico 20 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

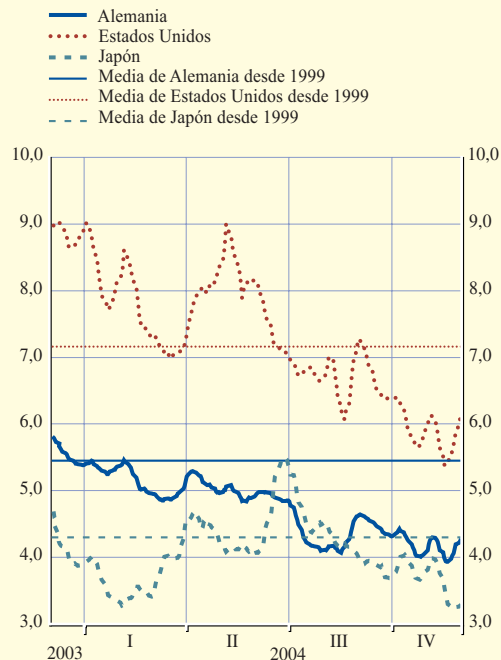
(en porcentaje; datos diarios)



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

Gráfico 21 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.

Si se consideran los tres meses anteriores, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo descendió inicialmente en septiembre y octubre, tras la publicación de datos peores de lo esperado por el mercado sobre la actividad económica y la inflación en Estados Unidos. El rendimiento de los bonos resultó especialmente afectado por los informes sobre datos de empleo, que fueron considerados decepcionantes por los participantes en el mercado. Esto, junto con el encarecimiento de los precios del petróleo registrado en septiembre y octubre, parece haber llevado a los citados participantes en el mercado a revisar ligeramente a la baja sus expectativas para la economía estadounidense. Los efectos en el rendimiento de los bonos a medio y a largo plazo tras la subida de los tipos de interés oficiales llevada a cabo por la Reserva Federal en septiembre parecen haber sido relativamente moderados, ya que parece haber sido esperada por gran parte de los participantes en los mercados financieros.

No obstante, en noviembre, el descenso del rendimiento de los bonos cambió de signo tras la publicación de datos sobre empleo que indicaban mejoras en las condiciones del mercado de trabajo y aumentos de los precios industriales y de consumo mayores de lo esperado. La creciente preocupación sobre la inflación de los participantes en el mercado y sus previsiones de un aumento del ritmo del alza de los tipos de interés oficiales parecen haber desencadenado incrementos del rendimiento de los bonos en todos los plazos en noviembre. El rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos aumentó unos 30 puntos básicos entre finales de octubre y el 1 de diciembre de 2004, fecha en que se situaron en el 4,4%, aproximadamente. En el citado período, el rendimiento de la deuda pública

a diez años iniciada con la inflación se elevó ligeramente, situándose en torno al 1,2% el 1 de diciembre, mientras que la tasa de inflación implícita a diez años se incrementó unos 30 puntos básicos en noviembre, hasta situarse en el 2,8% el 1 de diciembre.

La incertidumbre de los participantes en los mercados de renta fija acerca de la evolución futura del rendimiento de los bonos a largo plazo parece haber disminuido ligeramente en los últimos meses. La media móvil de diez días de la volatilidad implícita de los contratos de futuros a diez años del Tesoro estadounidense ha continuado disminuyendo en los tres últimos meses, y el 1 de diciembre se situaba en un nivel inferior a la media registrada desde 1999 (véanse gráfico 21 y recuadro 6, titulado «Tendencias recientes de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable»).

Recuadro 6

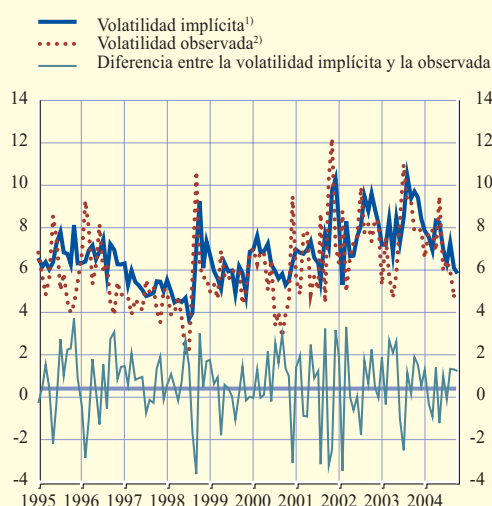
TENDENCIAS RECIENTES DE LA VOLATILIDAD IMPLÍCITA EN EL MERCADO DE RENTA FIJA

En los últimos trimestres se ha registrado un acusado descenso de la volatilidad implícita, basada en opciones, de una amplia gama de activos financieros, como renta variable, deuda pública y tipos de cambio. Existe cierta preocupación acerca de que estos descensos hayan sido demasiado importantes, y que, por tanto, los riesgos de que se produzca una posterior corrección al alza sean más elevados. En

ediciones anteriores del Boletín Mensual, se ha analizado esta cuestión para los mercados de renta variable, utilizando como ejemplo el mercado estadounidense¹. En este recuadro se realiza un seguimiento de este asunto, y se examina la evolución de la volatilidad implícita de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos.

Gráfico A Volatilidad implícita y observada en el mercado de bonos a largo plazo de Estados Unidos

(en porcentaje; datos mensuales; enero de 1995 a octubre de 2004)



El gráfico A muestra la volatilidad implícita, que mide las expectativas a corto plazo de los participantes en el mercado relativas a la volatilidad futura de los mercados de renta fija obtenida a partir del precio de las opciones sobre los futuros de obligaciones del Tesoro estadounidense a diez años, con 22 días de negociación hasta el vencimiento, desde enero de 1990, así como la volatilidad observada en el mercado de renta fija en los siguientes 22 días de negociación. Por lo tanto, la comparación de las dos series proporciona información sobre si la volatilidad esperada por los participantes en el mercado se desvió de los resultados observados cada mes, y en qué medida.

De este gráfico se pueden extraer las siguientes conclusiones. En primer lugar, ni la volatilidad implícita ni la observada se encuentran actualmente en niveles inusualmente reducidos desde

Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La línea recta muestra la media de la diferencia entre la volatilidad implícita y la volatilidad observada.

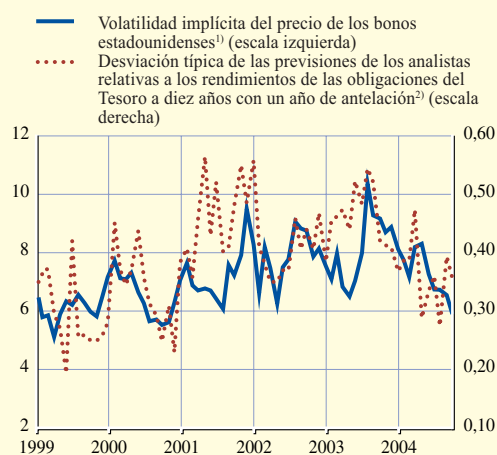
1) La volatilidad implícita se obtiene mensualmente de las opciones sobre los futuros de obligaciones del Tesoro a diez años con 22 días al vencimiento.

2) Se calcula como la desviación típica de las variaciones diarias del logaritmo de los precios de los futuros durante los 22 días hasta el vencimiento.

1 Véase el recuadro titulado «Tendencias recientes de la volatilidad implícita en el mercado de renta variable», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

Gráfico B Medidas de incertidumbre en el mercado de bonos a largo plazo de Estados Unidos

(en porcentaje; datos mensuales; enero de 1999 a octubre de 2004)



Fuentes: Bloomberg, Consensus Economics y cálculos del BCE.

1) Obtenida de las opciones sobre futuros de obligaciones del Tesoro a diez años el 15 de cada mes.

2) Las fechas de la encuesta no coinciden necesariamente con las fechas de la volatilidad implícita.

una perspectiva histórica. En segundo lugar, la volatilidad implícita y la volatilidad observada muestran un grado bastante alto de correlación. En particular, en los períodos en que la volatilidad implícita es elevada, la volatilidad observada tiende también a ser elevada, y viceversa². En tercer lugar, la volatilidad implícita ha descendido de forma constante durante más de un año, al igual que la volatilidad observada.

La diferencia entre la volatilidad implícita y la volatilidad observada en el mercado de bonos a largo plazo de Estados Unidos se muestra también en el gráfico A. Cualquier pauta sistemática en esta diferencia, por ejemplo, una serie relativamente larga de errores del mismo signo en las expectativas podría indicar una posible anomalía en la valoración. Como resulta evidente a partir de esta serie temporal, no hay indicios de que la volatilidad implícita haya errado sistemáticamente a la baja o al alza al predecir la volatilidad observada, como debería suceder si la volatilidad implícita estuviera determinada por otros factores

distintos de la volatilidad esperada por los participantes en el mercado. Por el contrario, parece que la volatilidad implícita ha descendido porque los participantes en el mercado han esperado una volatilidad observada más reducida y, por lo menos hasta el momento, no se han equivocado.

La reciente caída de la volatilidad implícita en el mercado de renta fija es paralela a la evolución de una medida, basada en las encuestas, de la incertidumbre en este mercado, a saber, la desviación típica de una serie de previsiones realizadas por los analistas en relación con el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años. Este índice, más que la incertidumbre agregada, mide el nivel de desacuerdo entre los participantes en el mercado³. El gráfico B muestra, sin embargo, una correlación realmente notable de este indicador con la evolución de la volatilidad implícita en el mercado de renta fija, sobre todo desde mediados del 2003.

En resumen, la evidencia empírica presentada aquí sobre la base del contenido predictivo de la volatilidad implícita no sugiere ninguna anomalía importante en la valoración de las opciones sobre los bonos estadounidenses a largo plazo. En cambio, sí parece indicar que el reciente descenso de la volatilidad implícita en el mercado de renta fija se debe a que los participantes en el mercado han anticipado correctamente una futura volatilidad observada más baja. Esto, por su parte, es compatible con un proceso de normalización tras un período en el que la volatilidad implícita y la volatilidad observada en el mercado de renta fija se han situado por encima de la media.

2 La volatilidad implícita tiende, en promedio, a ser ligeramente más elevada que 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.

3 Para un análisis del desacuerdo frente a la incertidumbre, véase Lahiri, Teigland y Zaporowski, 1988, «Interest Rates and the Subjective Probability Distributions and Inflation Forecasts», *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, pp. 233-248.

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió moderadamente en los tres últimos meses, con algunas variaciones pronunciadas en ese período (véase gráfico 20). Tras las leves disminuciones de septiembre, debidas, en parte, a la preocupación general del mercado acerca del impacto del incremento de los precios del petróleo en la economía, el mercado acogió positivamente los datos publicados a finales de septiembre y principios de octubre. Esta información favoreció la mejora del rendimiento de la deuda pública, que volvió, sin embargo, a caer en octubre.

Más recientemente, la publicación de datos peores de lo esperado sobre el crecimiento del PIB real para el tercer trimestre parece haber dado lugar a revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento a corto plazo por parte de los participantes en el mercado. A su vez, esto causó una reducción del rendimiento de los bonos. El rendimiento de la deuda pública a diez años retrocedió unos 5 puntos básicos entre finales de octubre y el 1 de diciembre, fecha en que se situó en el 1,5%, aproximadamente.

La incertidumbre de los participantes en el mercado sobre la evolución futura del rendimiento de los bonos en Japón, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, ha descendido constantemente en los tres últimos meses, y permanece en un nivel inferior a la media observada desde 1999.

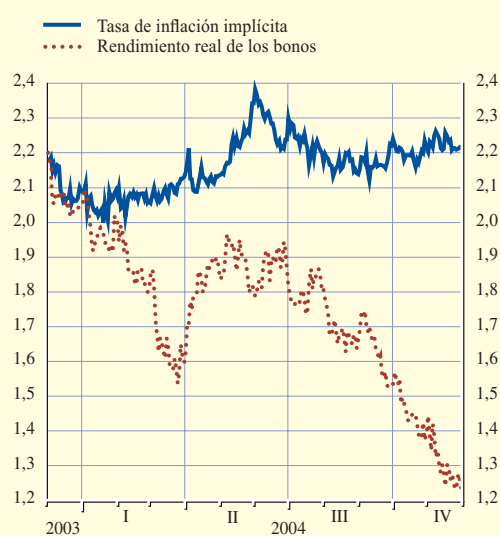
ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de los bonos a largo plazo continuó cayendo entre finales de agosto y el 1 de diciembre, siguiendo la tendencia a la baja observada desde mediados de junio. Debido a las divergencias registradas en la evolución de los tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió considerablemente en el período citado, y el 1 de diciembre era de unos 60 puntos básicos, el mayor diferencial desde agosto del año 2000.

La caída del rendimiento de los bonos a largo plazo en la zona del euro pareció obedecer, principalmente, a cierto ajuste a la baja de las expectativas a corto plazo de los participantes en el mercado sobre el crecimiento económico de la zona del euro, causado por el aumento de los precios del petróleo, por datos sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro peores de lo esperado y, posiblemente, por la apreciación del euro frente al dólar estadounidense. Por consiguiente, el rendimiento de los bonos reales a largo plazo, medido por el rendimiento de los bonos franceses a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, también descendió considerablemente en este período (véase gráfico 22), registrando los niveles más bajos desde 2001, fecha en que estos bonos se emitieron por primera vez. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, medida por la tasa de inflación implícita a diez años (calculada

Gráfico 22 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

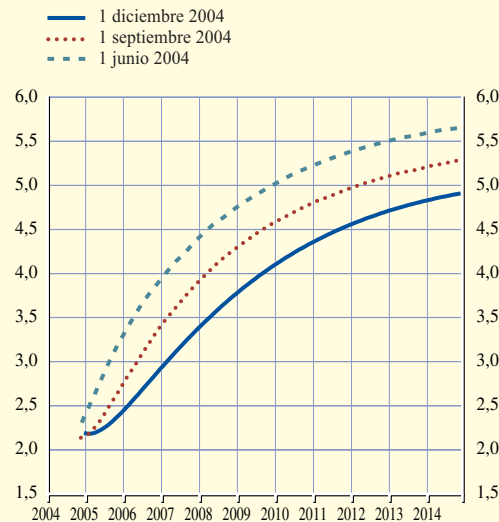


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que vencen en el 2012. El método utilizado para calcular la tasa de inflación implícita se describe en el recuadro 2 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

Gráfico 23 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

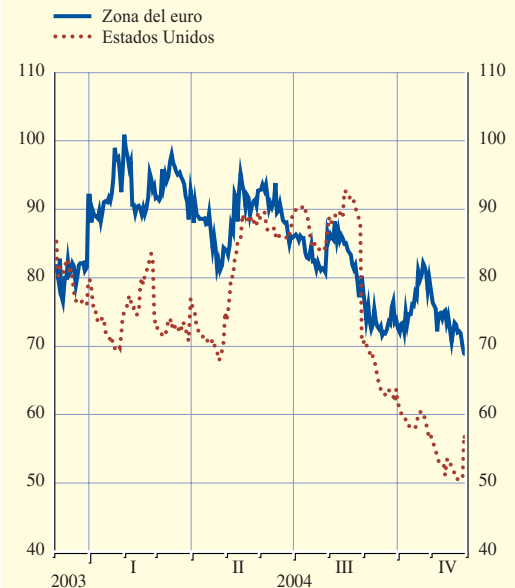


Fuente: Estimación del BCE.

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

Gráfico 24 Diferenciales de las obligaciones de empresa en la zona del euro y Estados Unidos

(puntos básicos; datos diarios; calificación BBB)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

como el diferencial entre bonos nominales franceses y bonos similares indicados con la inflación), no parecen haberse modificado desde finales de agosto. Aunque la inflación implícita permanece por debajo de los máximos registrados a principios de junio del 2004, se mantiene en niveles relativamente elevados.

Más recientemente, el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años cayó en torno a 15 puntos básicos entre finales de octubre y el 1 de diciembre. El rendimiento de la deuda pública a diez años indicada con la inflación también se redujo unos 15 puntos básicos en el mismo período y era del 1,2%, aproximadamente, el 1 de diciembre. Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita a diez años se mantuvo estable durante el período de referencia, situándose en el 2,2% el 1 de diciembre.

La caída del rendimiento de los bonos a largo plazo fue acompañada de un desplazamiento a la baja de toda la curva de tipos *forward*, cuya pendiente era más pronunciada a los plazos más largos (véase gráfico 23). Al mismo tiempo, el grado de incertidumbre imperante en los mercados de renta fija de la zona del euro, medido por la volatilidad implícita de las opciones sobre futuros de bonos alemanes a largo plazo, ha disminuido moderadamente en los tres últimos meses, y el 1 de diciembre se situaba en un nivel relativamente bajo, considerablemente inferior a la media observada desde 1999.

En el mercado de renta fija privada de la zona del euro, el nivel de los diferenciales de los valores de renta fija privada ha fluctuado ligeramente en los tres últimos meses pero, en general, ha descendido moderadamente desde finales de agosto, permaneciendo en un nivel relativamente bajo

(véase gráfico 24). Más recientemente, el diferencial entre el rendimiento de los bonos emitidos por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública de la zona del euro similar disminuyó hasta un nivel próximo a 70 puntos básicos entre finales de octubre y el 1 de diciembre. La evolución reciente del rendimiento de los valores de renta fija privada puede tener su origen, en parte, en la escasa volatilidad de los mercados financieros, y también puede apuntar a que los participantes en el mercado consideran que el riesgo de crédito de las empresas de la zona del euro es relativamente reducido.

2.7 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En el tercer trimestre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no registraron variaciones o descendieron moderadamente.

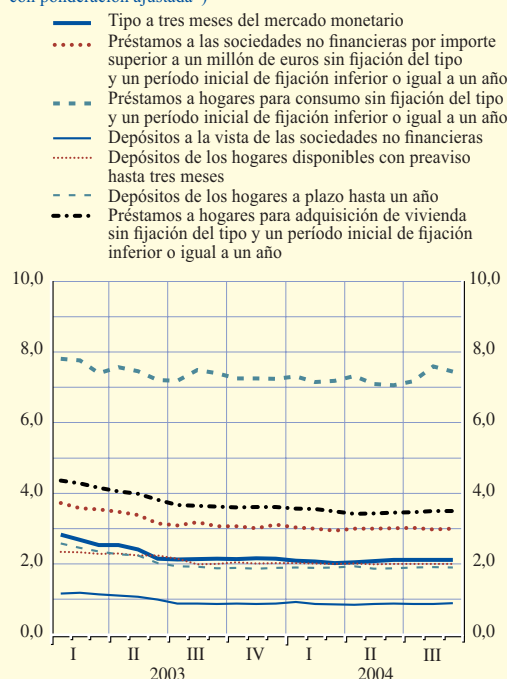
Durante el tercer trimestre del año, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM no experimentaron variaciones, con la excepción de un incremento de unos 40 puntos básicos de los tipos de interés del crédito al consumo a corto plazo. Este aumento pareció obedecer, principalmente, a un cambio de signo de las nuevas operaciones en favor de la financiación del consumo con tarjeta de crédito, relativamente cara, en algunos países (véanse gráfico 25 y cuadro 6).

Si se considera un período más largo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos no se modificó en los tres primeros trimestres del 2004. Esta evolución refleja la tendencia a la baja del tipo de interés del mercado monetario durante este período (el tipo de interés a tres meses del mercado monetario sólo descendió algunos puntos básicos en el citado período).

En cambio, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela descendieron moderadamente entre diciembre del 2003 y septiembre del 2004. Por ejemplo, tanto los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año), como los de los préstamos de mayor cuantía a sociedades no financieras (por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año) descendieron más de 10 puntos básicos en el período indicado. Al mismo tiempo, el tipo de interés de los descubiertos bancarios de las sociedades no financieras se redujo aún más, 20 puntos básicos. El descenso,

Gráfico 25 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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



Fuente: BCE.

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

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

(porcentajes; puntos básicos; con ponderación ajustada¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta sept. 2004			
	2004 Abr	2004 May	2004 Jun	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep	2003 Ene	2003 Dic	2004 Jun	2004 Ago
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos										
Depósitos de los hogares										
A plazo hasta un año	1,94	1,86	1,88	1,90	1,92	1,90	-69	1	2	-2
A plazo a más de dos años	2,44	2,42	2,45	2,54	2,61	2,48	-58	-5	3	-13
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,01	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,57	2,55	2,54	2,54	2,53	2,52	-76	-16	-2	-1
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras										
	0,85	0,87	0,88	0,87	0,87	0,90	-26	2	2	3
Depósitos de las sociedades no financieras										
A plazo hasta un año	1,97	1,96	1,99	1,99	1,98	2,00	-72	0	1	2
A plazo a más de dos años	3,28	3,60	3,56	3,61	3,70	3,52	-34	3	-4	-18
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos										
Préstamos a hogares para consumo										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,32	7,09	7,06	7,18	7,59	7,44	-37	20	38	-15
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,42	3,43	3,45	3,46	3,49	3,50	-86	-11	5	1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,82	4,79	4,81	4,80	4,88	4,75	-62	-25	-6	-13
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras										
	5,52	5,46	5,44	5,37	5,40	5,38	-82	-20	-6	-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	3,94	3,99	3,97	4,02	4,02	3,99	-88	-3	2	-3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,74	4,64	4,72	4,68	4,71	4,70	-45	-11	-2	-1
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,00	3,00	3,01	3,03	2,98	3,00	-73	-11	-1	2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,18	4,32	4,16	4,31	4,18	4,31	-23	-3	15	13
Pro memoria:										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	-71	-3	1	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,39	2,55	2,74	2,70	2,53	2,60	-4	2	-14	7
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,31	3,50	3,60	3,49	3,33	3,35	-5	-24	-25	2

Fuente: BCE.

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

relativamente pronunciado, de estos tipos de interés a corto plazo implica una reducción de los márgenes en las correspondientes categorías de crédito, debido, probablemente, a cierto desplazamiento a la baja de los riesgos de crédito de estas categorías de préstamos. El tipo de interés de los préstamos de menor cuantía a las sociedades no financieras (hasta un millón de euros sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año) registró una disminución menor, de unos puntos básicos (véase también recuadro 4).

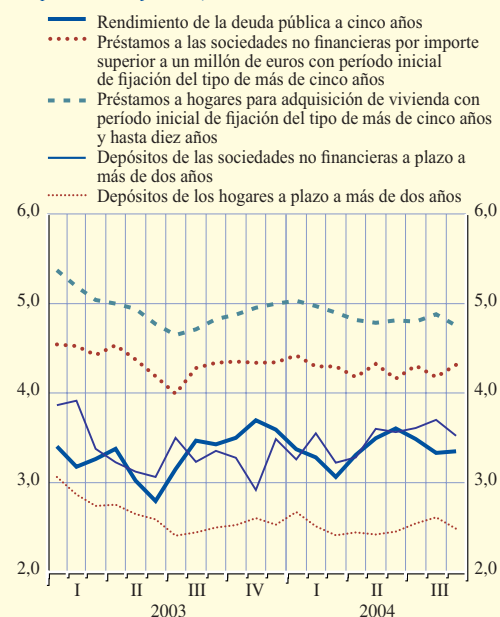
Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM descendieron moderadamente en el tercer trimestre del 2004 (véase gráfico 26). La única excepción notable fue un aumento de 15 puntos básicos del tipo de interés de los préstamos de mayor cuantía a las sociedades no financieras (por importe superior a un millón de euros, sin fijación del tipo y período inicial de fijación inferior o igual a un año). En general, los tipos de interés a largo plazo disminuyeron menos de 10 puntos básicos en el tercer trimestre del 2004, menos que los tipos de mercado comparables (el rendimiento de la deuda pública a cinco años se redujo 25 puntos básicos en el mismo período). La menor volatilidad de la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, en comparación con los tipos de interés de mercado a plazos similares (véase gráfico 26), refleja la lenta transmisión tradicional de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, que apunta a una mayor flexibilidad por parte de las entidades de crédito en lo que respecta a los tipos de interés que aplican a estas categorías de préstamos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, durante los tres primeros trimestres del 2004, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos disminuyeron ligeramente, en general, pero bastante menos que los tipos de mercado a plazos comparables, más volátiles (el rendimiento de la deuda pública a cinco años se redujo unos 25 puntos básicos en el período de referencia). Por ejemplo, los tipos de interés a largo plazo de los depósitos de los hogares se redujeron entre 5 y 15 puntos básicos, aproximadamente, en el citado período, mientras que el tipo a largo plazo de los depósitos de las sociedades no financieras prácticamente no ha registrado variaciones desde diciembre del 2003.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo de los préstamos, el del crédito a hogares para adquisición de vivienda (con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años) cayó 25 puntos básicos entre diciembre del 2003 y septiembre del 2004, en consonancia con la trayectoria de los tipos de mercado comparables. En el período indicado, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras (con período inicial de fijación de más de cinco años) se redujeron algo menos, entre 5 y 10 puntos básicos, aproximadamente. El mayor descenso relativo de los tipos de interés y de los márgenes correspondientes de los préstamos para adquisición de vivienda con respecto a los de los préstamos a las sociedades no financieras se debe, probablemente, a la percepción, por parte de las IFM, de una mejora de las garantías en los préstamos para adquisición de vivienda. Este supuesto se apoya, por ejemplo, en la relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre del 2004 (véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre del 2004» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004).

Gráfico 26 Tipos de interés a largo plazo de las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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



Fuente: BCE.

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

2.8 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Tras alcanzar su nivel más bajo del año a mediados de agosto del 2004, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos han ido experimentando una recuperación, probablemente propiciada, en gran parte, por una nueva mejora de la rentabilidad empresarial. Al mismo tiempo, el impacto generalizado de los precios del petróleo sobre las perspectivas de beneficios de las empresas, según la percepción de los participantes en el mercado, parece haber sido bastante limitado en ambos mercados. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable, que refleja la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos en los últimos meses, y sigue manteniéndose en un nivel relativamente reducido en comparación con los últimos años.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, desde que el mercado de renta variable alcanzara su nivel más bajo del año a mediados de agosto, las cotizaciones bursátiles han ido subiendo en general, aparentemente impulsadas por el aumento de los beneficios efectivos de las empresas admitidas a Bolsa (véase gráfico 28). Según datos de Thomson Financial Datastream, los beneficios de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 siguen creciendo rápidamente (véase gráfico 27). Esta mejora generalizada se produjo pese a los temores que surgieron entre los participantes en el mercado ante la subida de los precios del petróleo y la publicación de datos macroeconómicos peores de lo previsto en septiembre y octubre.

Más recientemente, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 5% entre finales de octubre y el 1 de diciembre. Esta ganancia coincidió con el descenso que experimentaron los precios del petróleo tras haber alcanzado los máximos del año en la segunda quincena de octubre. Además, las percepciones de los mercados en torno al crecimiento económico estadounidense parecieron mejorar ante la publicación de datos más favorables de lo previsto sobre el mercado de trabajo de Estados Unidos. Al mismo tiempo, la elevación de los tipos de interés a largo plazo estadounidenses puede haber ejercido algunas presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles.

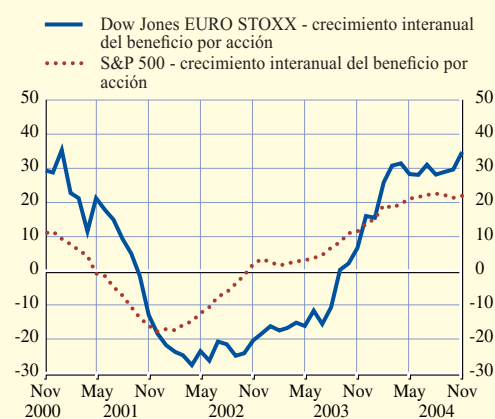
En conjunto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, ha disminuido en los tres últimos meses. La volatilidad de los mercados de renta variable se ha mantenido muy por debajo de la media registrada desde 1999 (véase gráfico 29).

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles se han caracterizado en los tres últimos meses por fluctuaciones relativamente pronunciadas y por una tendencia a la baja, pese a las subidas observadas en otros mercados importantes. El incremento generalizado que registraron los precios del petróleo durante este período parece haber

Gráfico 27 Crecimiento del beneficio por acción en la zona del euro y en Estados Unidos

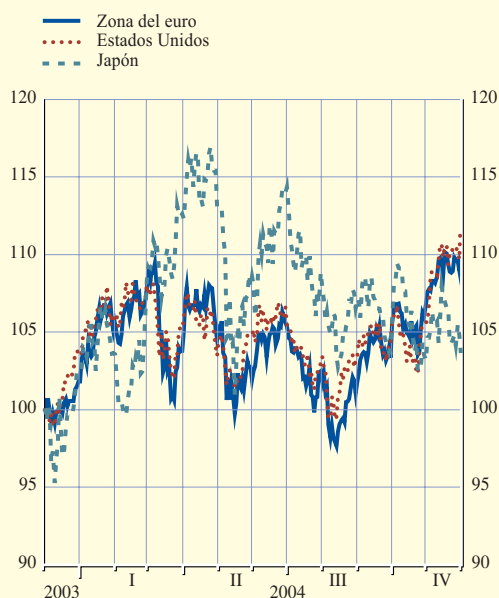
(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream I/B/E/S y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Índices bursátiles

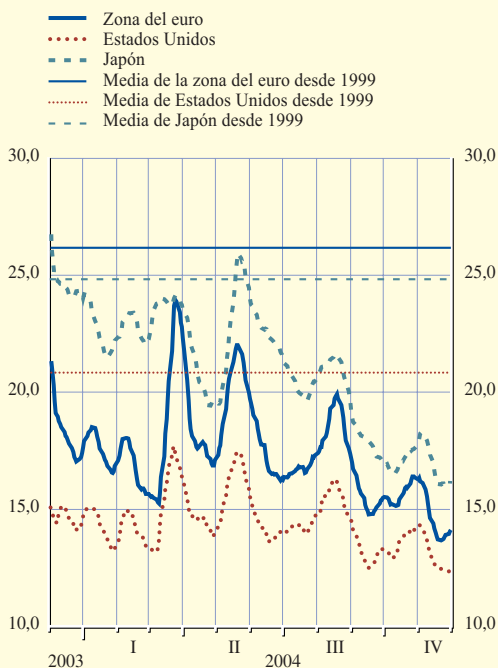
(índice: 1 diciembre 2003 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 29 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

ejercido presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles, al suscitar temores respecto a su impacto sobre la economía japonesa y, en particular, sobre las exportaciones del país. Estos efectos parecen haber contrarrestado la incidencia positiva de otros factores como la mejora de los resultados empresariales, el descenso del rendimiento de la renta fija y la publicación de datos macroeconómicos percibidos como mejores de lo esperado por los mercados, especialmente hacia finales de septiembre y comienzos de octubre.

Entre finales de octubre y el 1 de diciembre, las cotizaciones bursátiles japonesas, medidas por el índice Nikkei 225, apenas registraron cambios. Esta estabilidad se debería a factores opuestos. Por un lado, la rentabilidad empresarial pareció estar mejorando. Además, el recorte de los tipos de interés a largo plazo y el descenso de los precios del petróleo observado en noviembre parecieron haber favorecido a las cotizaciones bursátiles. Por otro lado, el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2004 fue mucho menor de lo esperado por los participantes en el mercado. Esto, a su vez, puede haber impulsado una revisión a la baja de sus expectativas de crecimiento. Asimismo, la apreciación que experimentó el yen frente al dólar estadounidense durante el período analizado puede haber acentuado la preocupación de los participantes en el mercado acerca de la competitividad de las empresas japonesas.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre de los mercados japoneses de renta variable, ha disminuido de forma generalizada en los tres últimos meses, hasta situarse, el 1 de diciembre, por debajo de la media observada desde 1999.

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

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

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	4,9	6,9	11,1	11,6	30,3	4,1	9,1	6,0	9,2	6,9	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2003 III	4,4	2,8	5,7	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
2003 IV	15,5	7,8	9,8	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 I	-4,7	2,0	1,0	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2004 II	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
2004 III	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
Octubre	1,5	0,2	0,4	0,3	3,8	-1,6	0,2	8,1	5,7	5,3	2,6
Noviembre	5,8	4,4	1,7	2,1	3,0	-0,4	3,2	1,7	5,4	-0,4	2,8
Fin septiembre a 1 de diciembre de 2004	6,7	5,4	3,4	2,3	7,1	-0,1	3,6	12,7	10,3	5,6	5,8
Volatilidad (medias del período)											
2003 III	23,3	16,7	16,8	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
2003 IV	17,5	14,6	15,1	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 I	15,2	17,2	15,0	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2004 II	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
2004 III	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
Octubre	16,6	13,8	15,4	14,0	14,0	19,6	13,4	26,6	16,6	10,5	14,0
Noviembre	10,6	8,9	9,2	9,9	8,1	15,6	8,4	14,6	11,3	9,8	8,2
Fin septiembre a 1 de diciembre de 2004	14,3	12,1	13,0	12,4	11,9	17,8	11,8	21,9	14,8	10,6	11,8

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles han ido subiendo desde finales de agosto. Al igual que en Estados Unidos, los mejores resultados de las empresas de la zona parecen haber sido el factor determinante de esta evolución. Así lo confirman también los datos de Thomson Financial Datastream, que apuntan a un crecimiento continuado de la rentabilidad empresarial. Asimismo, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro pueden haberse beneficiado de la reducción de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, los altos precios del petróleo pueden haber ejercido ciertas presiones a la baja sobre las perspectivas de beneficios empresariales percibidas por los participantes en el mercado.

Entre finales de octubre y el 1 de diciembre, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, siguieron subiendo de forma generalizada, registrando una ganancia de alrededor del 4%. A este aumento puede haber contribuido también el descenso de los precios del petróleo observado en noviembre, además de la mejora de la rentabilidad empresarial y del recorte de los tipos de interés a largo plazo. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de esos mercados obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, volvió a disminuir en noviembre. El 1 de diciembre, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable se situaba muy por debajo de la media registrada desde 1999 (véase gráfico 29).

Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada recientemente, entre finales de septiembre y el 1 de diciembre las cotizaciones bursátiles subieron en nueve de los diez principales sectores económicos

incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX (véase cuadro 7) y, en conjunto, los aumentos parecen haber sido generalizados. Durante este período, los sectores de tecnología y telecomunicaciones mostraron resultados marcadamente mejores que el índice general del mercado, con subidas superiores al 10%. Por el contrario, el sector sanitario registró resultados sensiblemente peores, con ligeras pérdidas, probablemente debidas, en parte, a las investigaciones que se están realizando en Estados Unidos sobre la seguridad de los medicamentos fabricados por las principales empresas farmacéuticas. La apreciación del euro frente al dólar registrada en noviembre no parece haber afectado a los sectores sensibles a las exportaciones, como el tecnológico y el industrial.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat se estima que la inflación de la zona del euro disminuyó hasta el 2,2% en noviembre del 2004, tras haberse elevado unos 0,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,4% en octubre. Tanto el ascenso de octubre como el descenso de noviembre parecen haber sido reflejo de la evolución del componente energético, resultado, a su vez, del comportamiento de los precios del petróleo. En las primeras fases de la cadena de producción, los datos de las encuestas apuntan a la persistencia de presiones al alza sobre los precios, generadas por los altos precios de las materias primas. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación interanual se mantengan por encima del 2% en los próximos meses. Sin embargo, los últimos datos sobre la evolución de los costes laborales sugieren que el crecimiento salarial interanual de la zona del euro permaneció moderado en el tercer trimestre del 2004. Si no se producen nuevas perturbaciones que afecten a los precios, ello debería contribuir a contener las presiones inflacionistas internas en el medio plazo, aunque siguen existiendo riesgos alcistas.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE NOVIEMBRE DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se redujo al 2,2% en noviembre del 2004, desde el 2,4% registrado en el mes anterior (véase cuadro 8). Aunque no se dispone todavía de información detallada, parece que la contribución del componente energético ha disminuido, como resultado del reciente descenso de los precios del petróleo. Sin embargo, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN OCTUBRE DEL 2004

La inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se elevó del 2,1% de septiembre del 2004 al 2,4% de octubre, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de la energía. Este dato fue inferior en 0,1 puntos porcentuales a la estimación preliminar publicada por Eurostat a finales de octubre. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo estable en el 2% entre septiembre y octubre.

Cuadro 8 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

Recuadro 7

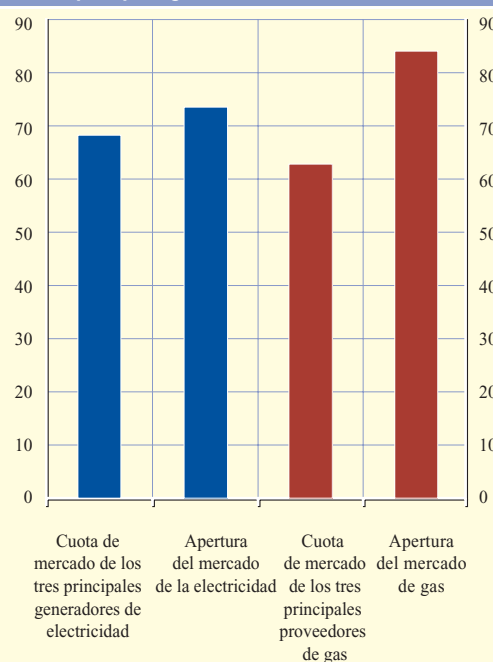
COMPETENCIA Y EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN LOS MERCADOS DEL GAS Y DE LA ELECTRICIDAD DE LA ZONA DEL EURO

Existen evidencias de que las reformas de la regulación de los mercados del gas y de la electricidad pueden tener una incidencia a la baja sobre los precios, pero sólo si el marco regulador garantiza un nivel suficiente de competencia efectiva. Pese a los avances realizados en la apertura formal de estos mercados en la zona del euro, la competencia efectiva es, con frecuencia, todavía limitada, especialmente en el mercado del gas, lo que reduce los efectos potencialmente favorables de las reformas sobre los precios. En el presente recuadro se analizan los niveles de competencia *de jure* y *de facto* existentes en los mercados del gas y de la electricidad de la zona del euro, así como la evolución reciente de los precios de la energía.

Los mercados de la energía de la zona del euro han estado dominados, en gran medida, por monopolios nacionales y regionales, constituidos por empresas verticalmente integradas, que generan, venden y distribuyen gas y electricidad. Sin embargo, la Unión Europea ha puesto en marcha un programa encaminado a crear un mercado común europeo de la energía en el que la competencia se desarrollaría en condiciones similares en todos los Estados miembros¹. A estos efectos, la Comisión Europea ha establecido un calendario de apertura del mercado de la energía, en el que se ha fijado como fecha límite el 1 de julio de 2004 para los usuarios distintos de los hogares y el 1 de julio de 2007 para los hogares. Al cumplir ya los requisitos mínimos exigidos para la apertura de los mercados en estos dos sectores, algunos Estados miembros han abierto formalmente sus mercados de la energía a la libre competencia. Sin embargo, otros Estados miembros no han cumplido el calendario de apertura parcial obligatoria de los mercados. Aunque las empresas deberían haber tenido la posibilidad de elegir libremente sus proveedores de gas y electricidad a partir del 1 de julio de 2004, la mayor parte de los países de la zona del euro no han adoptado todavía la legislación correspondiente.

El gráfico A muestra el porcentaje de los mercados del gas y de la electricidad de la zona del euro abiertos a la competencia en el 2003. En la actualidad, más del 70% del mercado de la electricidad y del 80% del mercado del gas de la zona están formalmente abiertos a la competencia. Sin embargo, ambos mercados muestran todavía una elevada concentración, dado que los tres principales proveedores de electricidad y gas siguen teniendo una cuota de mercado del 68% y del 63%, respectivamente, lo

Gráfico A Porcentaje del mercado de la energía de la zona del euro abierto a la competencia y cuota de mercado de los tres principales generadores en el 2003



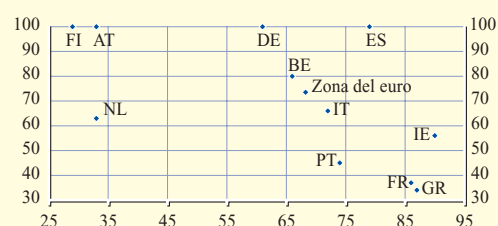
Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: En los cálculos del BCE, las cuotas de mercado de la zona del euro se establecen a partir de las ponderaciones de la demanda de gas y electricidad en el 2003. Faltan datos de Grecia, Portugal y Finlandia para el mercado del gas, y de Luxemburgo para la cuota de mercado de los tres principales proveedores de gas. Para Italia se ha utilizado la cuota de mercado del principal proveedor de gas.

¹ La política energética de la UE contempla otros objetivos básicos, no incluidos en este recuadro, como la seguridad del abastecimiento y la protección del medio ambiente.

Gráfico B Apertura del mercado de la electricidad y concentración en la zona del euro en el 2003

(en porcentaje; eje horizontal: cuota de mercado de los tres principales generadores de electricidad; eje vertical: apertura del mercado de la electricidad)

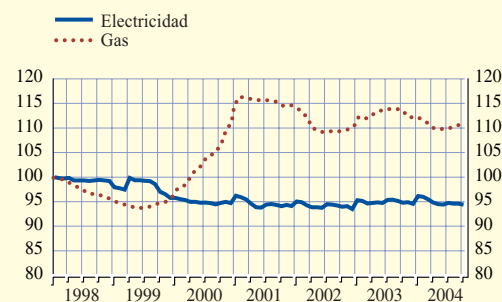


Fuente: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: En los cálculos del BCE, las cuotas de mercado de la zona del euro se establecen a partir de las ponderaciones de la demanda de electricidad en el 2003. Luxemburgo no está incluido en el gráfico, al no tener ninguna cuota de mercado de generación de electricidad.

Gráfico C Índices de precios de la electricidad y del gas en relación con el IAPC general de la zona del euro

(enero 1998 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

que sugiere que, pese a los avances realizados en la apertura formal de estos mercados, la competencia efectiva es todavía bastante limitada². En el mercado de la electricidad, ello se debe, principalmente, a las empresas dominantes, especialmente en el ámbito de la generación de electricidad, y a la insuficiente interconexión de las redes eléctricas dentro de los Estados miembros y entre ellos. En el mercado del gas, los principales obstáculos a la competencia son las disparidades en las tarifas de acceso a las redes entre países y regiones, la concentración de la producción y de las importaciones de gas entre un pequeño número de empresas y el lento desarrollo de los centros de distribución de gas.

Si se examina el grado de apertura del mercado en conjunción con la cuota de mercado de los tres principales generadores, Francia, Portugal, Grecia e Irlanda parecen tener los mercados menos competitivos entre los países de la zona del euro (véase gráfico B), con una reducida apertura formal de los mercados (competencia *de jure*) y una elevada concentración de la generación de electricidad (que se puede considerar como indicativa de la competencia *de facto*).

Es particularmente difícil evaluar el impacto de la competencia sobre los precios del gas y de la electricidad, ya que los precios se ven fuertemente afectados por factores no relacionados con el régimen regulador elegido, como la combinación de fuentes primarias de energía, la evolución de los precios del petróleo y los efectos específicos propios de cada país (derivados, por ejemplo, de la imposición indirecta). Sin embargo, cabe esperar que una mayor competencia interna pueda reducir los márgenes, acercando cada vez más los precios a los costes y generando beneficios para los consumidores³.

Si se observa la evolución de los subíndices de gas y electricidad del IAPC de enero de 1998 a octubre de 2004 en relación con la del IAPC general de la zona del euro (véase gráfico C), se aprecia que el subíndice de electricidad muestra una tendencia a la baja. Durante este período, el índice de precios de la electricidad de la zona del euro disminuyó un 5,6% en relación con el IAPC general de la zona, lo que sugiere que la apertura del mercado ha impulsado algunas reducciones de precios. Por el contrario, el subíndice de gas se elevó un 11,2% en relación con el índice general durante el mismo

2 Véase también S. Speck y M. Mulder «Competition on European energy markets – Between policy ambitions and practical restrictions». CPB Document n.º 33, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, La Haya, julio 2003.

3 Varios estudios empíricos proporcionan evidencias cuantitativas de los beneficios que las reformas de la regulación de los mercados de la energía pueden aportar al sector y a la economía en general. El aumento de la competencia se asocia, generalmente, a un descenso del nivel de precios, a un incremento de la producción y a una mayor productividad laboral (para más información, véase el informe titulado «Price effects of regulatory reform in selected network industries», BCE, marzo 2001).

Cuadro Niveles de precios de la electricidad y del gas en la zona del euro

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Precios de la electricidad – usuarios indust. (en euros por 100 kWh)	7,6	7,2	7,1	6,9	6,4	6,5	6,4	6,6
Coefficiente de variación	16,4	16,9	17,2	17,0	16,4	19,9	20,4	15,9
Max./min.	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,3	2,1	1,6
Precios de la electricidad – hogares (en euros por 100 kWh)	11,9	11,6	11,5	11,5	11,0	10,9	10,9	11,0
Coefficiente de variación	25,7	27,0	27,4	27,3	27,0	26,9	23,9	23,3
Max./min.	2,5	2,7	2,7	2,5	2,8	2,6	2,4	2,4
Precios del gas – usuarios industriales (en euros por gigajulio)	3,9	4,3	4,1	3,6	4,8	6,4	5,7	5,8
Coefficiente de variación	16,5	15,3	17,1	16,2	13,5	16,6	12,9	11,4
Max./min.	1,6	1,5	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5
Precios del gas – hogares (en euros por gigajulio)	7,2	7,6	7,5	7,0	7,9	9,6	9,1	9,4
Coefficiente de variación	17,9	26,3	14,5	16,0	16,4	21,9	20,7	17,4
Max./min.	1,8	3,3	1,6	1,7	1,7	2,1	2,0	1,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La media ponderada de la zona del euro se calcula utilizando los datos nacionales disponibles y las ponderaciones por países de los subíndices de gas y electricidad del IAPC. El coeficiente de variación no está ponderado. La ratio max./min. es la relación entre el precio más alto y el precio más bajo de los países de la zona del euro.

período. Sin embargo, este aumento está concentrado en el período anterior a la desregulación (1998 a 2001). Desde el 2002, el subíndice de gas ha ido descendiendo en relación con el índice general. Tal y como se indicó anteriormente, la evolución de los precios del gas refleja sólo en parte variaciones en el nivel de competencia, ya que estos precios se ven afectados en gran medida por la evolución subyacente de los precios de la energía, sobre todo del petróleo, en los mercados internacionales y por el tipo de cambio del euro. Por otro lado, la apertura formal del mercado del gas es un fenómeno reciente, cuyos efectos tardarán probablemente algún tiempo en transmitirse a los precios.

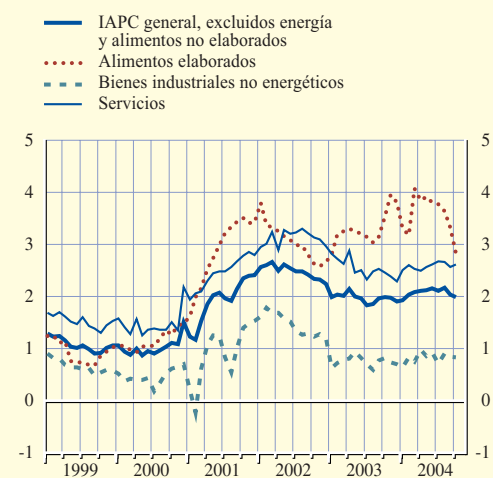
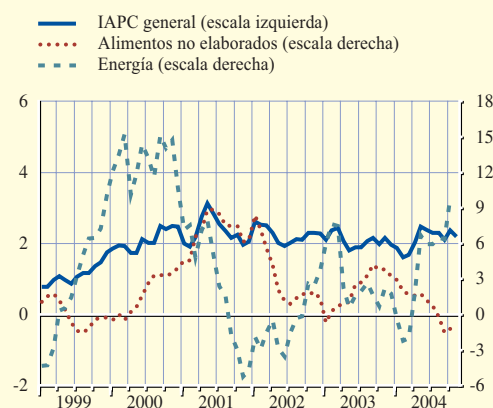
La creación de un mercado único del gas y de la electricidad en la UE reducirá probablemente los diferenciales de precios entre los países. Sin embargo, en la actualidad las diferencias de precios entre los países⁴, medidas por el coeficiente de variación (sin ponderar), son considerables (véase cuadro). Por otra parte, en general la relación entre el precio más alto y el más bajo de los países de la zona del euro (max./min.) sólo ha disminuido ligeramente durante el período 1996-2003, lo que sugiere que existen todavía marcadas diferencias de precios en estos sectores, entre países y entre tipos de usuarios. No es probable que diferencias de esta magnitud sean originadas únicamente por diferenciales de costes; son más bien indicativas de sustanciales disparidades en el nivel de competencia.

Algunas de las características distintivas de estos sectores, como los contratos de suministro a largo plazo en el sector del gas y los largos plazos necesarios para crear una nueva capacidad de generación de electricidad, hacen que sea poco probable que se produzcan cambios muy rápidamente. De una forma más general, las reformas de la regulación de los sectores del gas y de la electricidad sólo pueden tener una incidencia a la baja sobre los precios y beneficiar a los consumidores si el marco regulador garantiza una competencia *de jure* y *de facto*. Sin embargo, el calendario de reforma de la regulación de estas importantes industrias de red no se ha completado de momento.

4 Precios netos de impuestos.

Gráfico 30 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios energéticos se incrementó notablemente, desde el 6,4% de septiembre al 9,8% de octubre, como resultado de las subidas de los precios del petróleo registradas en octubre y también del efecto de base de la caída que los precios energéticos experimentaron en la misma época el año pasado. Un examen más detallado muestra que la contribución de los precios de los combustibles líquidos y de los combustibles para el transporte personal al aumento total de 3,4 puntos porcentuales de la inflación en los precios energéticos fue de 3,1 puntos porcentuales, mientras que los 0,3 puntos porcentuales restantes correspondieron, en conjunto, a los precios del gas y de la electricidad. En el recuadro 7 se analiza la evolución de la competencia en los mercados del gas y de la electricidad de la zona del euro y se evalúa su impacto sobre los precios. En contraste con los precios de la energía, los precios de los alimentos no elaborados siguieron bajando, en tasa interanual, en octubre del 2004, aunque en menor medida que en septiembre.

La estabilidad de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, observada entre septiembre y octubre refleja ligeros descensos o ningún cambio en sus principales componentes. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó desde el 3,3% de septiembre al 2,8% de octubre (véase gráfico 30). La moderación de la inflación en los precios de los alimentos elaborados se observó de forma generalizada en todos los componentes, incluido el tabaco, al comenzar a disiparse los efectos de

la reciente elevación de los impuestos que gravan este componente. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,6% en octubre del 2004, reflejo de moderadas variaciones en los componentes. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8%, en el mismo nivel que en septiembre. Los precios de los bienes relacionados con el ocio (medios de comunicación, aficiones, deporte, equipos fotográficos y aparatos electrónicos) experimentaron un nuevo descenso. Sin embargo, se mantuvo la fuerte tendencia al alza de los precios en el sector de la confección, en línea con la ligera acentuación de las fluctuaciones estacionales que se ha venido observando en los últimos años. En conjunto, para el componente de bienes industriales no energéticos no existen todavía evidencias de efectos indirectos significativos derivados de las anteriores subidas de los precios del petróleo. En el recuadro 8 se considera el posible impacto que la eliminación de las restricciones comerciales prevista para enero del 2005 podrá tener sobre los precios en el sector de la confección.

Recuadro 8

POSIBLE IMPACTO DE LA ELIMINACIÓN DE LOS CONTINGENTES EN EL SECTOR TEXTIL Y DE LA CONFECCIÓN

En enero del 2005, todas las restricciones remanentes al comercio mundial en el sector textil y de la confección quedarán abolidas. Con ello se llega a la última y más significativa fase del proceso de supresión gradual de estos contingentes, que se ha ido llevando a cabo a lo largo de los diez últimos años. En la zona del euro, cabe esperar que la eliminación de los contingentes tenga como consecuencia el descenso de los precios de consumo en el sector textil y de la confección y una reducción de la producción y del empleo en estos sectores. Si bien es difícil cuantificar con precisión el impacto de esta medida, en conjunto los beneficios en términos de precios más bajos, mayor eficiencia y aumento del volumen de comercio deberían compensar con creces los efectos negativos de ajuste que la liberalización del comercio tendrá sobre la producción y el empleo en estos sectores. En el presente recuadro se analizan las posibles repercusiones de la eliminación de las restricciones comerciales, los factores que pueden determinar la magnitud del impacto y las enseñanzas que han de extraerse de la experiencia de otros países que han abolido ya las restricciones comerciales.

En los últimos cincuenta años, el comercio internacional en el sector textil y de la confección ha estado sometido a restricciones que se han materializado en una combinación de contingentes y de barreras arancelarias y no arancelarias. Concretamente, los contingentes, o restricciones cuantitativas, aplicados en este sector quedaron establecidos en una serie de acuerdos sucesivos, siendo el último el Acuerdo Multifibra. El impacto de los contingentes sobre el comercio es particularmente indeseable, dado que eleva los precios para el consumidor y da lugar a una asignación ineficiente de la producción y a su fragmentación entre los países. Sin embargo, la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales (concluida en 1994) abrió el camino hacia la supresión de los contingentes mediante la adopción del acuerdo sobre el sector textil y de la confección. En virtud de este acuerdo, los contingentes existentes habían de quedar abolidos gradualmente en cuatro fases a lo largo de un período de diez años. La cuarta fase finaliza en enero del 2005 con la eliminación de los últimos contingentes pendientes, que representan el 49% del total (véase cuadro).

Cuadro Eliminación de los contingentes en el sector textil y de la confección

Fecha	Porcentaje de contingentes iniciales a eliminar	Porcentaje acumulado de contingentes iniciales eliminados
Enero 1995	16	16
Enero 1998	17	33
Enero 2002	18	51
Enero 2005	49	100

Fuente: H. Nordas. «The global textile and clothing industry post the Agreement on Textiles and Clothing». WTO Discussion Paper n.º 5, 2004.

La confección desempeña un papel importante en la evolución de los precios de consumo, dado que supone cerca del 6% del IAPC general. La dimensión externa también es relevante, toda vez que alrededor del 25% de la demanda interna de confección se satisface con importaciones procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro. Por lo que se refiere a la producción y al empleo, aunque el sector textil y de la confección ha ido perdiendo peso en las últimas décadas, constituye actualmente en torno al 10% del empleo y al 6% de la producción de las manufacturas.

Por consiguiente, la eliminación de estos contingentes podría tener consecuencias significativas para la zona del euro. En primer lugar, se producirían algunas presiones a la baja sobre los precios de consumo, debido a que unos fabricantes que se benefician de costes más bajos y que tenían anteriormente un acceso restringido a los mercados de la zona del euro podrían conseguir una mayor cuota de mercado. Los costes totales de producción deberían descender también, al lograrse una mayor eficiencia en unos procesos de producción antes fragmentados. En segundo lugar, podrían producirse algunas repercusiones negativas sobre la producción y el empleo en el sector textil y de la confección. No obstante, el impacto debería verse atenuado por el hecho de que los fabricantes han podido disponer de diez años para prepararse hasta la eliminación definitiva de los contingentes.

Con todo, es difícil cuantificar el impacto de la eliminación de los contingentes por distintas razones. Por un lado, si bien más del 50% de los contingentes debería haber quedado ya abolido antes del 2005, parece que el proceso se retrasó y que se empezó con los contingentes menos sensibles. Ello significa que el impacto de la eliminación de los contingentes remanentes podría ser proporcionalmente mayor. Por otro lado, al haber sido gradual, la eliminación de los contingentes debería haber sido tomada en cuenta ya, al menos en parte, en las decisiones de inversión, aunque la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio podría incrementar las importaciones procedentes de Asia. Por otra parte, la Comisión Europea ha propuesto recientemente siete medidas encaminadas a aumentar la competitividad del sector textil europeo. Con ellas se pretende impulsar la investigación y el desarrollo, potenciar la formación, garantizar la apertura de los mercados y luchar contra las falsificaciones¹. Pese a estas medidas, es probable que la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) siga disminuyendo. También influirán otros factores, como el mantenimiento de los aranceles y la aplicación de cláusulas de salvaguardia en determinadas circunstancias, aunque se supriman los contingentes. Por otra parte, no se sabe a priori en qué medida y con qué rapidez los minoristas trasladarán sus menores costes a los precios de consumo. En series temporales se observa cierta correlación, aunque con un retraso, entre el valor unitario de las importaciones y el impacto posterior sobre los precios de consumo. De cara al futuro, debería considerarse que el descenso de los precios de importación originado por la eliminación de los contingentes será permanente, por lo que debería trasladarse a los precios de consumo en mayor medida que en el caso de una reducción temporal.

La experiencia de otros países que han liberalizado ya el comercio en el sector textil y de la confección indica que se ha producido, en general, un impacto significativo tanto sobre los precios como sobre el comercio, aunque el patrón y el alcance de este impacto han sido diferentes según el país, posible reflejo de fuerzas de mercado distintas. En Noruega, que redujo los aranceles al tiempo que eliminaba los contingentes, los precios de consumo de la confección bajaron considerablemente, un 16%, entre los años 1995 y 2001². En Suecia, que eliminó los contingentes sobre las importaciones del sector textil y de la confección en 1991 pero tuvo que reimplantarlos antes de su integración en la UE en 1995, se observó un notable aumento de las importaciones procedentes de China. Aunque no se produjo un impacto apreciable sobre los precios de consumo, ello pudo deberse a la reforma del sistema tributario sueco y a la depreciación de la corona, que tuvieron lugar en la misma época. En Australia, que suprimió los contingentes entre 1992 y 1993 y redujo los aranceles entre 1992 y 2005, el crecimiento de las importaciones fue superior a la disminución de la producción interna, aunque los precios de consumo permanecieron bastante estables³.

1 Comunicación de la Comisión de 13 de octubre de 2004 titulada «El sector textil y de la confección después de 2005 – Recomendaciones del Grupo de alto nivel sobre el sector textil y de la confección».

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Why have clothing prices fallen?», en Norges Bank's Inflation Report 2/2002.

3 «Study on the implications of the 2005 trade liberalisation in the textile and clothing sector», IFM and Partners, febrero 2004.

En conclusión, la eliminación de los contingentes en el sector textil y de la confección ofrece oportunidades y plantea retos para el sector, los minoristas y los consumidores. Aunque es difícil cuantificar con precisión sus efectos, la abolición de las restricciones debería acarrear importantes beneficios netos para la zona del euro, como consecuencia, principalmente, de presiones a la baja sobre los precios de consumo. Por otro lado, estos beneficios serán probablemente mayores en los mercados que se caracterizan por un alto grado de competitividad, lo que pone de relieve la necesidad de reformar los mercados de productos.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

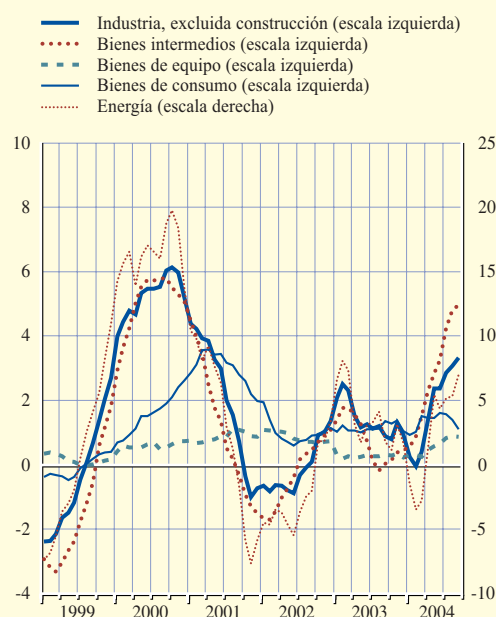
La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, volvió a elevarse, hasta el 3,3% de septiembre desde el 3,1% de agosto, como consecuencia de los nuevos aumentos que experimentaron las tasas de variación interanual de los precios de la energía y, en menor medida, de los bienes intermedios (véase gráfico 31). Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual del IPRI, excluidas la construcción y la energía, se mantuvo en el 2,3% en septiembre, sin cambios con respecto al mes de agosto.

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía aumentó hasta el 7% en septiembre, desde el 5,4% registrado en el mes anterior, como resultado, en parte, de la subida de los precios del petróleo en euros observada en septiembre, que se vio reforzada por un efecto de base. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios volvió a incrementarse en septiembre, hasta el 5%, frente al 4,8% de agosto. En los sectores de bienes de consumo, la tasa de variación interanual siguió descendiendo en septiembre, hasta el 1,1% desde el 1,4% de agosto, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero, especialmente de la relativa a los alimentos. Esta evolución concuerda con el comportamiento de los precios de los productos alimentarios básicos, que han ido bajando desde mayo del 2004. Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero y de los bienes de equipo se mantuvieron estables entre agosto y septiembre del 2004.

Los datos de las encuestas relativos a los precios de los bienes intermedios sugieren que cabe esperar nuevos incrementos de los precios industriales en los próximos meses, aunque se irán moderando. 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, disminuyó en noviembre del 2004, aunque seguía indicando que los precios de los bienes intermedios del sector manufacturero habían vuelto a subir en el mismo mes. Los factores señalados como determinantes de la elevación

Gráfico 31 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 9 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de los costes de los bienes intermedios fueron los altos precios del petróleo y la escasez de suministros. Al mismo tiempo, aunque continúa señalando un aumento de los precios de producción, el índice de precios del sector manufacturero se redujo también en noviembre, en comparación con el elevado nivel alcanzado en octubre.

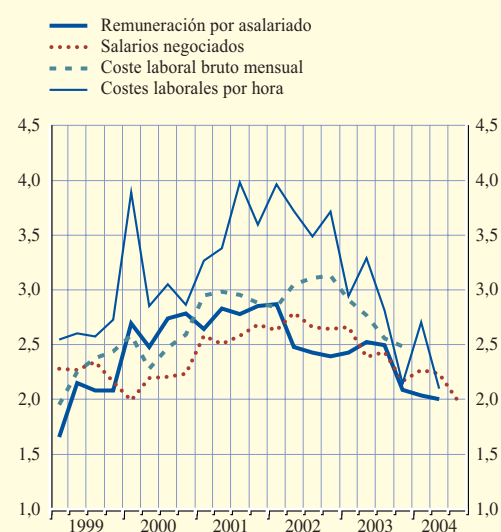
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Las primeras indicaciones sobre la evolución de los costes laborales en el tercer trimestre del 2004 han llegado con el indicador de salarios negociados de la zona del euro. Entre en el segundo y el tercer trimestres, la tasa de crecimiento interanual de este indicador disminuyó 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2% (véase cuadro 9). Así pues, la evolución más reciente de los salarios negociados proporciona la primera evidencia provisional de que el crecimiento salarial interanual de la zona del euro permaneció moderado en el segundo semestre del 2004, conteniendo las presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo. La tasa de variación interanual de los salarios negociados ha ido reduciéndose gradualmente desde mediados del 2002 (véase gráfico 22). En el 2004 (con datos hasta el tercer trimestre), el crecimiento de los salarios negociados se ha situado, en promedio, en el 2,2%, unos 0,2 y 0,5 puntos porcentuales por debajo de los niveles del 2003 y 2002, respectivamente. Cabe destacar que los salarios negociados no han crecido nunca a una tasa inferior al 2% desde el primer trimestre de 1992, año en que se inicia la serie.

Todos los demás indicadores disponibles de costes laborales respaldan también la opinión de que el crecimiento salarial ha permanecido moderado, aunque los datos abarcan sólo hasta el segundo trimestre del 2004. Según los últimos datos de las cuentas nacionales publicados por Eurostat, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se mantuvo estable

Gráfico 32 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

en el 2% en el segundo trimestre, mientras que los costes laborales unitarios por hora en el sector empresarial no agrícola se elevaron un 2,1% en tasa interanual, frente al 2,7% en el trimestre precedente. Además, como reflejo de la evolución reciente de la remuneración por asalariado y del mayor crecimiento de la productividad, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios siguió bajando, hasta el 0,3%, en el segundo trimestre del 2004, desde el 0,9% del primer trimestre. De cara al futuro, las presiones de los costes laborales sobre los precios deberían permanecer relativamente moderadas, como consecuencia de la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la evolución favorable de la productividad laboral.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En conjunto, se espera que durante algún tiempo la inflación medida por el IAPC se verá fuertemente influida por su componente energético, por lo que permanecerá por encima del 2% en los próximos meses. Sin embargo, a más largo plazo, la moderación salarial, reflejo en parte de la ausencia de presiones del mercado de trabajo, debería contener el desarrollo de presiones inflacionistas internas. Al mismo tiempo, existen riesgos alcistas. Las perspectivas de inflación se basan en el supuesto de que los precios del petróleo descenderán de acuerdo con las actuales expectativas del mercado. Además de su efecto directo sobre la inflación, una nueva subida de los precios del petróleo incrementaría también el riesgo de efectos indirectos y secundarios derivados del comportamiento de los precios y salarios. Cabe resaltar que las perspectivas de inflación están también supeditadas a que disminuya la elevada incidencia de las medidas fiscales que se observa en la actualidad. Para un análisis más exhaustivo de las perspectivas económicas, véase la sección 6 titulada «Previsiones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La última estimación de los datos de las cuentas nacionales de la zona del euro confirmó que el ritmo de la recuperación se había moderado durante el tercer trimestre del 2004, tras registrar un elevado crecimiento en el primer semestre del año. La desagregación de los componentes de la demanda en el tercer trimestre muestra una contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real y una débil expansión del consumo privado, mientras que la inversión se recuperó y la variación de existencias también tuvo una aportación muy significativa. La información disponible apunta a un crecimiento sostenido tanto en la industria como en los servicios a comienzos del cuarto trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el primer semestre del año. La situación del mercado de trabajo continuó mejorando gradualmente. De cara al futuro, si bien es cierto que existen riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento del PIB real, se mantienen los determinantes básicos para la continuidad del crecimiento en el 2005.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

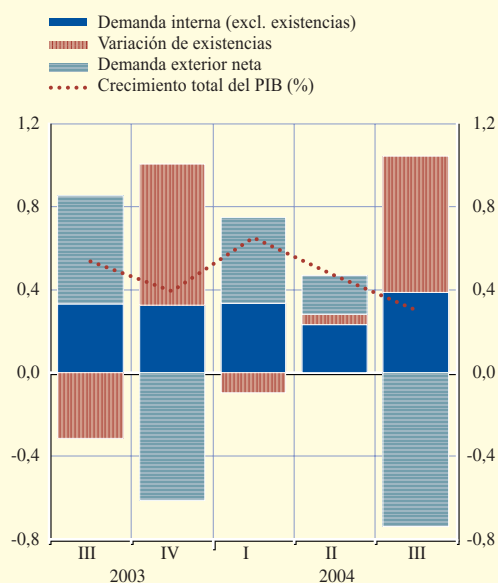
La primera estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro para el tercer trimestre del 2004 realizada por Eurostat confirmó que el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,3%, frente al 0,5% del segundo trimestre y al 0,7% del primero (véase gráfico 33). Esta estimación apunta a una moderación de la sostenida recuperación observada en los meses estivales.

En cuanto a la composición de la demanda, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue muy negativa, debido al menor crecimiento de las exportaciones y a la sólida expansión de las importaciones. La persistente debilidad del consumo privado también contribuyó a la desaceleración.

Al mismo tiempo se recuperó la inversión y la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB fue muy significativa. En lo que se refiere al detalle por ramas de actividad, el menor crecimiento del PIB en el tercer trimestre tuvo su origen tanto en la industria como en los servicios.

Gráfico 33 Contribuciones al crecimiento del PIB real

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



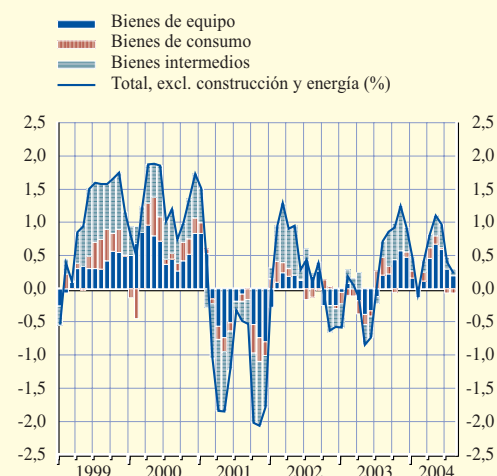
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Los últimos datos relativos a la industria muestran que el crecimiento de la producción continuó en el tercer trimestre del 2004, pero a un ritmo menor que en el segundo trimestre, en línea con los datos de las cuentas nacionales sobre valor añadido. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) aumentó en septiembre del 2004, tras la moderación experimentada en agosto, que fue consecuencia, en parte, de factores especiales en algunos países. En el conjunto del tercer trimestre, el crecimiento de la producción industrial fue más débil que en el segundo trimestre (véase gráfico 34).

Gráfico 34 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial

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

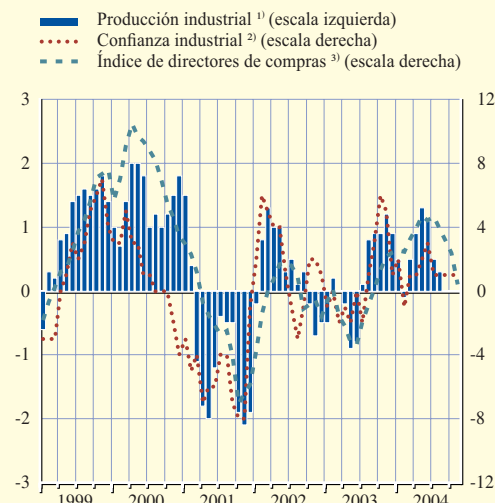


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 35 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.

Desde la perspectiva de las ramas de actividad, el crecimiento de la producción industrial en el tercer trimestre se moderó en las ramas productoras de bienes intermedios y de bienes de equipo. El crecimiento de la producción de bienes de consumo fue negativo en el tercer trimestre, a causa, principalmente, de la evolución de los bienes de consumo duradero.

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

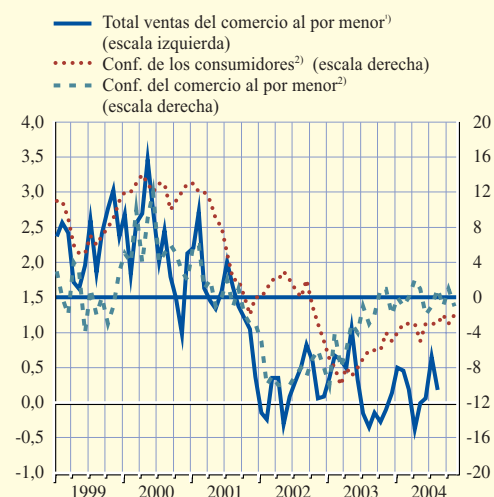
Los datos de las encuestas relativas a las manufacturas en noviembre del 2004 sugieren que la producción industrial siguió creciendo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, aunque a un ritmo moderado. En cuanto a los servicios, los indicios recientes parecen seguir siendo, en general, compatibles con una expansión continuada del producto también en esta rama de actividad.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial no experimentó variación alguna en noviembre por segundo mes consecutivo (véase gráfico 35), manteniéndose así en su nivel más elevado desde marzo del 2001. La valoración de las carteras de pedidos y de las existencias contribuyó negativamente al indicador general de confianza en noviembre, mientras que las expectativas de producción se estabilizaron. En cambio, el índice de directores de compras de las manufacturas retrocedió en noviembre por cuarto mes consecutivo. Este retroceso obedeció, principalmente, al fuerte descenso de la producción y de los nuevos pedidos. No obstante, este índice permanece en un nivel que es aún indicativo de un crecimiento positivo de la actividad industrial.

Por lo que respecta a los servicios, el indicador de confianza de las encuestas de opinión de la Comisión Europea disminuyó en noviembre del 2004. En los once primeros meses del año, la confianza de los servicios se mantuvo prácticamente sin cambios. En el momento en que se cerró la recepción

Gráfico 36 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

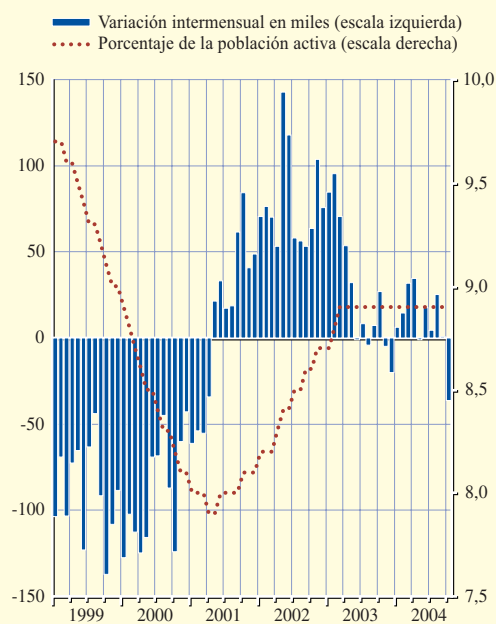
(datos mensuales)



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 introducidas en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

Gráfico 37 Desempleo

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

de los datos para la elaboración del presente Boletín, el índice de directores de compras para la actividad comercial en los servicios, que seguía siendo compatible con el crecimiento sostenido de los servicios de mercado, sólo estaba disponible hasta octubre del 2004. Con todo, su evolución desde enero del 2004 sugiere que el crecimiento en los últimos meses ha sido inferior al registrado a comienzos de este año.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores mensuales disponibles del gasto de los hogares en el tercer trimestre del 2004 están en línea con los datos de las cuentas nacionales, y muestran un débil crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre con respecto al segundo.

Las ventas mensuales del comercio al por menor en la zona del euro se estabilizaron en septiembre, tras un descenso del 0,7% en agosto (véase gráfico 36). Estas ventas disminuyeron un 0,2% en el conjunto del tercer trimestre, lo que supuso una contribución negativa al crecimiento del consumo privado de alrededor de 0,1 puntos porcentuales. En cuanto a los primeros indicios para el cuarto trimestre, las matriculaciones de automóviles de la zona del euro se incrementaron en octubre un 3,1%, en tasa intermensual, tras una reducción del 2,6% en el tercer trimestre. La confianza de los consumidores mejoró ligeramente en noviembre, invirtiéndose el descenso observado en octubre, pero manteniéndose por debajo de su media histórica. La exigua confianza de los consumidores posiblemente continuó siendo, por tanto, un factor determinante del crecimiento del consumo privado en los dos primeros meses del cuarto trimestre.

Cuadro 10 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

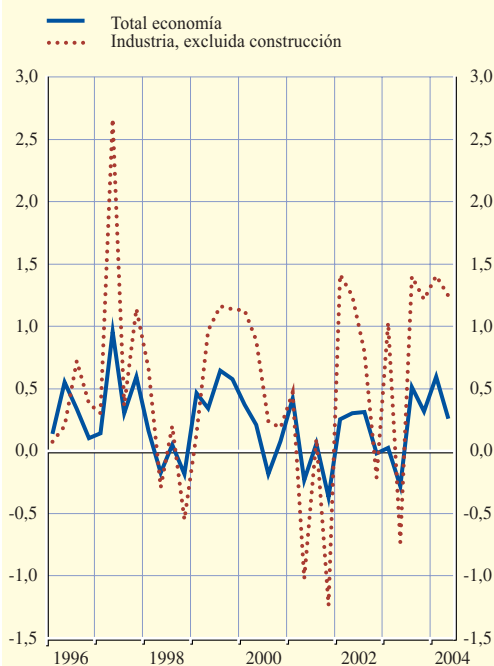
La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 8,9% en octubre del 2004, sin cambios desde marzo del 2003 (véase gráfico 37). Sin embargo, el número de desempleados se redujo en 36.000 en octubre, frente al incremento mensual medio de 10.0000 personas registrado en el tercer trimestre. Este es el primer descenso desde diciembre del 2003, y sigue las señales positivas observadas en los meses anteriores, que mostraban una desaceleración del aumento del número de parados.

EMPLEO

Las cifras de empleo revisadas apuntan a un crecimiento del empleo en el segundo trimestre ligeramente superior al que se había estimado previamente. El empleo creció un 0,2% en el segundo trimestre del 2004, comparado con el 0,1% del primer trimestre (véase cuadro 10). Esta mejora refleja tanto una estabilización del empleo en la industria como un mayor crecimiento del empleo en los servicios. Como el crecimiento del PIB real y de la producción industrial fue más elevado que el del empleo en el primer semestre del año, en consonancia con el retardo habitual con que responde el empleo a mejoras en la actividad, la productividad del trabajo se incrementó en ese período (véase gráfico 38). El aumento fue particularmente intenso en la industria, donde la productividad es más sensible al ciclo que en otras ramas de actividad. En el segundo trimestre del 2004, la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo para el total de la economía fue del 0,3%, en términos intertrimestrales, y del 1,7%, en términos interanuales.

Gráfico 38 Productividad del trabajo

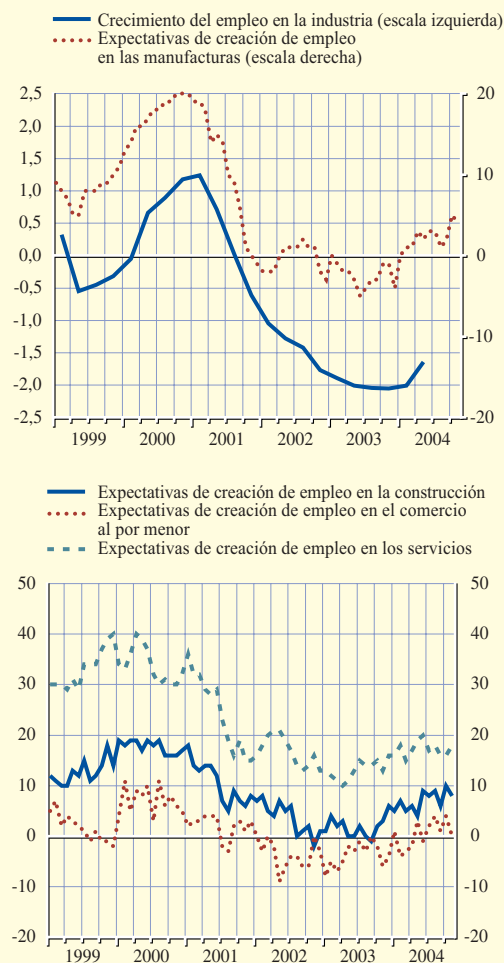
(tasas de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 39 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos)



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

Los indicadores a corto plazo señalan un crecimiento sostenido del empleo en el segundo semestre del 2004, pero no sugieren ninguna mejora significativa en el ritmo de crecimiento. En cuanto a las manufacturas, las expectativas de empleo mejoraron con respecto al tercer trimestre del 2004, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea disponibles hasta noviembre. Sin embargo, el índice de directores de compras para el empleo en las manufacturas no apunta a una expansión del empleo en los dos primeros meses del cuarto trimestre.

En los servicios, se ha producido cierto deterioro de las expectativas de crecimiento del empleo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea. No obstante, el índice de directores de compras para el empleo en los servicios se recuperó ligeramente en octubre, señalando una expansión del crecimiento del empleo en los servicios por tercer mes consecutivo.

En resumen, la información disponible indica una mejora gradual de la situación en el mercado de trabajo en el segundo semestre del año.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Aunque en el tercer trimestre del 2004 el ritmo de la recuperación se moderó, tras las altas tasas de crecimiento observadas en el primer semestre del año, se mantienen los determinantes básicos para un crecimiento sostenido. En la vertiente 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 si los países se comprometen de forma decidida con el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales, reduciendo con ello la incertidumbre a que están sometidos el alcance y el ritmo de los avances en este terreno. No obstante, persisten los riesgos a la baja, que se derivan, en concreto, de la evolución potencialmente poco favorable de los mercados del petróleo. Con el fin de limitar dichos riesgos, han de evitarse los efectos secundarios sobre la fijación de precios y salarios y las autoridades presupuestarias deberían abstenerse de adoptar medidas que prolonguen o distorsionen el necesario proceso de ajuste. Para un análisis más detallado de las perspectivas económicas, véase la sección 6 («Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La situación de las finanzas públicas en la zona del euro continúa siendo motivo de preocupación. Se prevé que los desequilibrios presupuestarios agregados únicamente comiencen a reducirse a partir del próximo año y a un ritmo lento. Un número sustancial de países de la zona del euro seguirá registrando déficit superiores o próximos al valor de referencia del 3% en el período 2004-2005, al tiempo que se esperan avances en el ámbito del saneamiento presupuestario solamente en un reducido grupo de ellos. La insuficiente ambición de los planes presupuestarios se combina con la ausencia de estrategias de reforma integral y con deficiencias en la información estadística.

En la actual ronda de programas de estabilidad, los países con desequilibrios deben realizar compromisos creíbles de cumplimiento de sus obligaciones contraídas en virtud del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al hacerlo, deben servirse de la mejora del entorno económico para acometer una oportuna eliminación de los desequilibrios presupuestarios. El respeto de las obligaciones recogidas en el Tratado, junto con una estricta aplicación del procedimiento de déficit excesivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, constituyen elementos cruciales para el mantenimiento de la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas en todos los países de la zona del euro.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2004

Persiste el proceso de deterioro de las finanzas públicas en la zona del euro. Según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro volverá a empeorar —desde el 2,7% del PIB en el 2003 hasta el 2,9% en el 2004— por cuarto año consecutivo (véase cuadro 11). Ello representa un nuevo deterioro con respecto a las previsiones de primavera de la Comisión, donde se proyectaba un mantenimiento de la ratio de déficit

Cuadro 11 Previsiones de evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Previsiones Económicas, Comisión Europea, otoño del 2004						
a. Ingresos totales	47,2	46,5	46,1	46,3	45,6	45,5
b. Gastos totales	48,1	48,2	48,5	49,0	48,5	48,0
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	4,1	4,0	3,6	3,5	3,4	3,3
d. Gasto primario (b-c)	44,1	44,2	44,8	45,5	45,1	44,7
Saldo presupuestario (a-b)	-0,9	-1,7	-2,4	-2,7	-2,9	-2,5
Saldo presupuestario primario (a-d)	3,1	2,3	1,3	0,7	0,5	0,8
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-1,7	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-2,1
Deuda bruta	70,4	69,4	69,4	70,7	71,1	71,1
Pro memoria: PIB real (tasas de variación interanual)	3,5	1,6	0,9	0,6	2,1	2,0
Programas de estabilidad, cifras de la Comisión Europea sobre la base de los programas de estabilidad actualizados de los países miembros, marzo del 2004						
Saldo presupuestario			-2,2	-2,7	-2,3	-1,8
Saldo presupuestario primario				0,8	1,0	1,5
Saldo presupuestario ajustado de ciclo				-2,1	-1,8	-1,4
Deuda bruta			69,1	70,1	70,0	69,4
Pro memoria: PIB real (tasas de variación interanual)			0,9	0,6	2,0	2,5

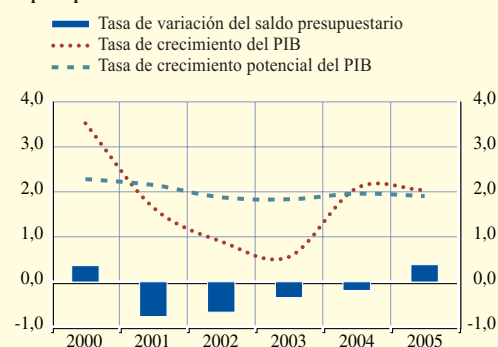
Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

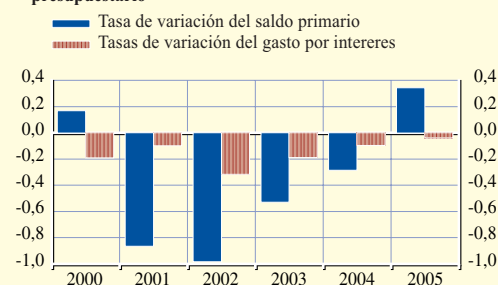
Gráfico 40 Determinantes de la evolución presupuestaria

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)

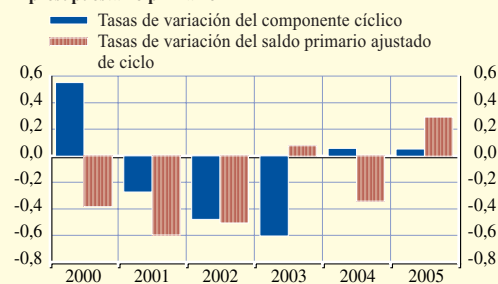
a) Crecimiento del PIB y tasa de variación interanual del saldo presupuestario



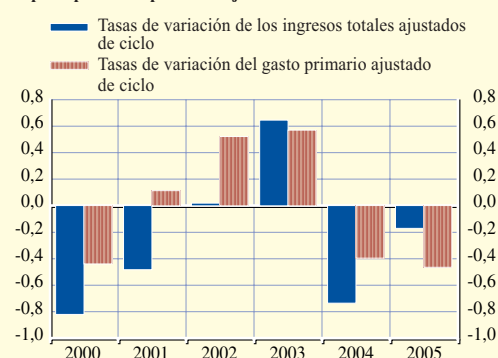
b) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario



c) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario



d) Tasas de variación interanual de los determinantes del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo



Fuentes: Comisión Europea, otoño del 2004, y cálculos del BCE.

(véase cuadro 10 del Boletín Mensual de junio del 2004). Se prevé que el superávit primario medio disminuya hasta el 0,5% del PIB. Se espera que tres países —Alemania, Grecia y Francia— registren ratios de déficit superiores al valor de referencia del 3%, al tiempo que se anticipa que las situaciones presupuestarias de otros tres países —Italia, los Países Bajos y Portugal— se situarán en el límite de déficit o muy próximas a éste. En los casos de Alemania y Francia, se trata del tercer año consecutivo en que el déficit ha sobrepasado el valor de referencia; en cuanto a Grecia, se han producido revisiones sustanciales de los datos, que han dado como resultado unas ratios de déficit por encima del valor de referencia durante un buen número de ejercicios.

Las previsiones presupuestarias de la Comisión muestran un deterioro significativo de los resultados fiscales esperados, en comparación con el promedio de los objetivos presupuestarios incluidos en los programas de estabilidad actualizados de finales del 2003 e inicios del 2004. La desviación media para el conjunto de la zona del euro en el 2004 asciende a un 0,6% del PIB, previéndose que la mayoría de los países miembros incumplan sus objetivos. Más concretamente, se esperan importantes desviaciones en algunos de los países que ya registran desequilibrios sustanciales.

La Comisión prevé en el 2004 un nuevo aumento, de 0,4 puntos porcentuales, de la ratio de deuda pública del conjunto de la zona del euro, que ascenderá hasta el 71,1% del PIB. De los siete países con ratios de deuda previstas por encima del 60% del PIB, sólo en Bélgica se registrará un descenso significativo en comparación con la cifra del año 2003. Se estima que las discrepancias entre la evolución del déficit y de la deuda —los llamados ajustes entre déficit y deuda— afectarán de forma negativa a la evolución de la deuda pública en algunos países, incluidos Grecia e Italia, quienes registran unas ratios de deuda muy elevadas.

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2004

Según las previsiones de otoño de la Comisión, el empeoramiento de las situaciones presupuestarias en el 2004 obedece principalmente a una orientación de la política fiscal ligeramente expansiva. Dado que se prevé que el gasto por intereses sólo experimente una caída marginal, es de esperar que el deterioro de los saldos primarios y totales sea aproximadamente de la misma cuantía (véanse gráficos 40 a y b). Se estima un crecimiento del PIB marginalmente superior al crecimiento potencial, de modo que el entorno económico tendrá un efecto positivo muy reducido sobre la evolución presupuestaria. En consecuencia, el empeoramiento de la situación presupuestaria de la zona del euro en el 2004 refleja una relajación de las políticas fiscales, conforme ilustra la reducción del saldo primario ajustado de ciclo próxima a 0,3 puntos porcentuales del PIB (véase gráfico 40 c).

La evolución media del conjunto de la zona del euro oculta ciertas divergencias en las trayectorias de los distintos países. Aunque la mayoría de éstos registran un deterioro de sus saldos estructurales, los restantes mantienen una orientación presupuestaria prácticamente neutral, habiéndose acometido esfuerzos de saneamiento estructural sólo en algunos casos. Los tres países con un endeudamiento público muy elevado (Bélgica, Grecia e Italia) continuarán beneficiándose de un ahorro en el gasto por intereses, lo que repercutirá favorablemente en sus situaciones presupuestarias. Este hecho compensa, en parte, el empeoramiento estructural de los saldos primarios en estos países.

Esta orientación más expansiva de la política fiscal se deriva de una estrategia de recortes impositivos y de la eliminación gradual de las medidas temporales de ajuste, sólo en parte financiadas por ahorros en el gasto primario. Como muestra el gráfico 40 d, los ingresos ajustados de ciclo experimentarán una reducción sustancial. Ello se debe fundamentalmente a los recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones sociales, así como a la caída de los ingresos de capital causada por la desaparición gradual de las medidas transitorias. Estos factores reductores de los ingresos se ven parcialmente compensados por subidas de los impuestos indirectos. Existe también evidencia de una contención del gasto (principalmente a través del consumo público y de las prestaciones sociales), que está dando lugar a una caída de la ratio de gasto primario ajustado de ciclo por vez primera desde el año 2000. Sin embargo, la magnitud de este ajuste se está viendo afectado de forma negativa por ciertos desbordamientos del gasto, de modo que se ve superado por el impacto agregado de las rebajas impositivas.

PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2005

La Comisión prevé que, en el 2005, la ratio media de déficit de la zona del euro caerá hasta el 2,5% del PIB. Dicha evolución obedecerá tanto a un ligero descenso del gasto por intereses como a una mejora moderada del saldo primario (véanse cuadro 11 y gráfico 40). Se espera, además, una estabilización de la ratio de deuda al nivel alcanzado en el 2004.

La evolución del agregado de la zona del euro esconde de nuevo situaciones diversas en los diferentes países. La mitad de los países de la zona del euro continuará registrando importantes desequilibrios presupuestarios. Se prevé que los déficit públicos de Alemania y Grecia se mantengan por encima del valor de referencia del 3%. También se anticipa la reaparición de un déficit superior al valor de referencia en Portugal. Además, es probable que los déficit de Francia, Italia y los Países Bajos se sitúen en el 3% o próximos a este valor. Los restantes países de la zona del euro registrarán déficit de menor cuantía o, en un caso concreto, un superávit. De este modo, se espera que menos de la mitad de los países de la zona del euro se encuentren en una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit.

La mayor parte de la mejora presupuestaria esperada en el 2005 se deriva de una orientación más restrictiva de la política fiscal, al tiempo que se prevé un crecimiento económico cercano al potencial. La contención del gasto primario, compensada en parte por nuevos planes de rebajas impositivas, constituirá el principal factor determinante de la mejora presupuestaria. Más concretamente, la ratio de gasto primario ajustado de ciclo se reducirá en una cuantía similar a la del 2004, mientras que la ratio de ingresos ajustada de ciclo disminuirá de forma mucho menos acusada. Todo ello dará lugar, en el conjunto de la zona del euro, a un modesto esfuerzo de saneamiento presupuestario, de unos 0,3 puntos porcentuales del PIB, en el conjunto de la zona del euro. Los primeros indicios en esta línea proceden de un previsible crecimiento moderado en el 2005 de las prestaciones sociales y de los desembolsos relacionados con el desempleo. Estas previsiones están, asimismo, en consonancia con el repunte de la demanda interna y con los efectos retardados del gasto público sobre la recuperación del crecimiento en el 2004. Por otra parte, las medidas transitorias continuarán desempeñando un papel relevante en el diseño de la política presupuestaria de una serie de países.

VALORACIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

La evolución de las finanzas públicas en la zona del euro continúa siendo preocupante por tres motivos. En primer lugar, buena parte de los esfuerzos de saneamiento previstos para los años 2004 y 2005 en los países con desequilibrios sustanciales carecen de la ambición necesaria, mientras que la mejora del entorno económico se emplea en ocasiones para realizar concesiones fiscales adicionales, en lugar de utilizarla para acelerar el ajuste. Por tanto, no es previsible que la evolución de las finanzas públicas satisfaga en muchos casos el acuerdo del Eurogrupo de un ajuste mínimo del saldo presupuestario estructural de 0,5 puntos porcentuales del PIB, ni que cumpla las exigencias concretas recogidas en los dictámenes del Consejo ECOFIN. En particular, no se prevé que Alemania y Grecia corrijan sus déficit excesivos en el 2005. Además, los déficit están creciendo en algunos países, generándose así riesgos significativos de que el valor de referencia del 3% del PIB pudiera sobrepasarse en más casos de los actualmente previstos. Asimismo, los prolongados desequilibrios presupuestarios en la zona del euro han invertido la tendencia del proceso de reducción de la deuda en un buen número de países, así como en el agregado de la zona.

Un segundo motivo de preocupación lo constituye la composición del ajuste presupuestario adoptado en muchos países. Los ajustes ya acometidos, así como los previstos, habitualmente descansan en medidas transitorias, que no se traducen en la mejora estructural tan necesaria para las finanzas públicas. Si bien la importancia de las medidas temporales se va a reducir, aún continúa siendo significativa en una serie de países, sobre todo en aquéllos que registran déficit en torno al 3% del PIB. Resulta importante señalar que varios países miembros, incluidos los tres mayores de la zona del euro, han dado importantes pasos encaminados a la reforma de sus sistemas de seguridad social, y que la contención del gasto agregado parece ejercerse con mayor éxito que en el pasado. No obstante, dicha contención suele ser poco ambiciosa y no forma parte de la estrategia integral y promotora de la confianza exigida por la agenda de Lisboa y las Orientaciones generales de política económica.

En tercer lugar, se han producido en algunos casos fuertes correcciones a posteriori de las series estadísticas, dando lugar a una importante revisión a la baja de los resultados de las finanzas públicas y a una revisión al alza del saldo de deuda pública. La deficiente información estadística y las revisiones a posteriori han socavado la precisión y la puntualidad del proceso de identificación de los desequilibrios y de las necesidades de ajuste y han causado serios retrasos en la adopción de medidas de política económica. Al añadir incertidumbre a la vigilancia fiscal y al reducir el valor de los procedimientos de supervisión multilateral, ambos aspectos arrojan mayores sombras de duda sobre la credibilidad y la eficacia del conjunto del marco presupuestario. La existencia de buenas prácticas de información estadística constituye una condición previa para una supervisión estricta y una eficaz presión por parte de los restantes países miembros, las cuales son indispensables para el mantenimiento de unas políticas fiscales sólidas. En sus declaraciones sobre estadísticas, el Consejo ECOFIN subrayó su compromiso de apoyar medidas que mejoren la calidad y fiabilidad de los datos presupuestarios (véase recuadro 9).

Recuadro 9

BUENAS PRÁCTICAS DE RECOPIACIÓN Y NOTIFICACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS SOBRE FINANZAS PÚBLICAS

Las revisiones recientes de los datos presupuestarios han generado preocupación acerca de la calidad y fiabilidad de las estadísticas sobre finanzas públicas en la UE. Al mismo tiempo, es evidente que la recopilación y notificación de estas estadísticas no debería ser vulnerable a los ciclos políticos y electorales de ningún Estado miembro.

Así, deben adoptarse una serie de medidas que garanticen la calidad de las estadísticas sobre finanzas públicas y el traslado de esta información a la Comisión Europea:

- El Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) deberá respetarse plenamente en la contabilización de cualquier tipo de gasto e ingreso a los efectos del procedimiento de déficit excesivo. Esta contabilización deberá mantener una coherencia entre los distintos países y a lo largo del tiempo.
- Los países deberán considerar prioritarias la calidad y la integridad de sus estadísticas, así como aplicar estándares elevados en el terreno estadístico. A escala europea, se deberán consensuar prácticas comunes que refuercen la independencia, integridad y rendición de cuentas de los Institutos Nacionales de Estadística (INE) y que, asimismo, contribuyan a elevar la confianza en la calidad de las estadísticas sobre finanzas públicas. Estas prácticas y su aplicación deberán someterse a exámenes periódicos en el ámbito de la UE.
- La actual notificación semestral de las cifras de déficit, deuda, inversión y gasto por intereses deberá complementarse mediante la difusión de un completo conjunto de cuentas públicas, que incluya detalles de gasto, ingresos, déficit, deuda y del ajuste entre déficit y deuda.
- Debe delegarse de manera más formal la responsabilidad de suministrar los datos presupuestarios observados a los INE y, cuando resulte aplicable, a los BCN, dentro del marco de las notificaciones del procedimiento de déficit excesivo.

ESTRATEGIA DE POLÍTICA FISCAL

La totalidad de los países miembros se hallan actualmente ultimando sus programas de estabilidad actualizados, que deberán remitirse a la Comisión a finales del 2004. Todos ellos, especialmente los que registran importantes desequilibrios presupuestarios, afrontan el desafío de redactar planes coherentes con los compromisos contraídos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y que contribuyan al mantenimiento de la confianza en sus esfuerzos de saneamiento y reforma y en el marco fiscal de la UE.

Más concretamente, los países con déficit excesivos deberían corregir esta situación a la mayor brevedad posible, a más tardar en la fecha especificada en sus compromisos. En los casos de incumplimiento, estaría justificada la adopción de medidas adicionales por parte del Consejo ECOFIN, dentro del marco del procedimiento. Además, debe evitarse la recurrencia de los déficit excesivos. En el caso de los países de la zona del euro cuya situación presupuestaria no se halla próxima al equilibrio o con superávit, el saneamiento habrá de utilizar como guía la estrategia acordada por el Eurogrupo en octubre del 2002, con arreglo a la cual los ratios de déficit estructural deberán reducirse anualmente en, al menos, 0,5 puntos porcentuales del PIB.

La recuperación económica en curso ofrece una oportunidad para acelerar el proceso de saneamiento presupuestario. Los dividendos que proporciona el crecimiento en forma de una mayor recaudación

impositiva deberán destinarse a reducir los desequilibrios fiscales. Un decidido saneamiento presupuestario prevendría la repetición de los errores del pasado, cuando se aplicaron políticas procíclicas en épocas de «bonanza económica» y se perdió la ocasión de lograr una significativa mejora presupuestaria.

Los planes de saneamiento presupuestario deberán formar parte de una agenda de reformas estructurales que promueva el crecimiento, la competitividad y el empleo. Las reformas del gasto son cruciales, no sólo para el saneamiento sin subidas de impuestos, sino también para preparar el terreno a nuevos recortes impositivos y para dotar a los sistemas de impuestos y prestaciones sociales de una orientación más proclive al crecimiento. En consecuencia, la contención y la reforma del gasto son claves para el establecimiento de una base sólida que permita un saneamiento duradero, un aumento de la confianza y un crecimiento más dinámico, unas metas que son, asimismo, los objetivos de la estrategia europea de crecimiento. La calidad de las finanzas públicas también es relevante para generar un entorno más dinámico. Es necesario dar prioridad a las inversiones productivas en infraestructuras y capital humano sobre las transferencias corrientes. Estas estrategias presupuestarias también permitirán renovar la confianza en los fundamentos institucionales de la UEM, contribuyendo así a un clima favorable al crecimiento y a la estabilidad macroeconómica en la zona del euro.

EL PAPEL FUNDAMENTAL DEL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO EN LA CONSECUCCIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD PRESUPUESTARIA

Resulta conveniente subrayar de nuevo la importancia de una adherencia estricta a las exigencias «mínimas» de prudencia presupuestaria establecidas en el Tratado. En ellas se demanda que los déficits excesivos —es decir, el incumplimiento del valor de referencia del 3% del PIB— se eviten y que se corrijan oportunamente tales incumplimientos. Asimismo, exigen que las ratios de deuda pública se mantengan por debajo del 60% o, al menos, que se aproximen a dicha ratio a un ritmo satisfactorio. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento contiene, entre otros elementos, el procedimiento de déficit excesivo, que resulta fundamental para garantizar la estricta aplicación de las disposiciones del Tratado.

¿Por qué son importantes estos aspectos? La estabilidad macroeconómica y de precios con unas condiciones de financiación favorables depende de la sostenibilidad de las finanzas públicas. A su vez, la sostenibilidad viene determinada por las necesidades de financiación del sector público y la disposición de los mercados financieros a proporcionar los fondos precisos. Si los déficits son sustanciales y el volumen de deuda es creciente, las necesidades de financiación se elevan. Además, unos déficits importantes representan un mayor riesgo para la sostenibilidad cuando el crecimiento tendencial es débil, puesto que el volumen de deuda (y la necesidad de financiación) aumenta más deprisa en relación con el tamaño de la economía que cuando el crecimiento es intenso. Además, las perspectivas de importantes obligaciones (por ejemplo, derivadas de los sistemas de seguridad social) podrían reforzar las expectativas de futuras necesidades de financiación del sector público.

Cuanto mayor sea el grado de coincidencia temporal de estos factores, mayor será la probabilidad de que, con el transcurso del tiempo, los Gobiernos sólo puedan financiar tales desequilibrios a expensas de generar mayores costes tanto para el país (a través de mayores primas de riesgo) como para el conjunto de la zona del euro (mediante unos tipos de interés implícitos medios más elevados). Podría darse la circunstancia de que los Gobiernos no pudieran obtener la clase de financiación requerida (por ejemplo, deuda a largo plazo, en lugar de a corto plazo) e incluso, en última instancia, el volumen de financiación preciso.

Este riesgo puede verse en gran medida exacerbado por unas condiciones volátiles en los mercados financieros. Si bien el umbral de déficit y deuda —aquél que permite a los Gobiernos financiar todas sus obligaciones a corto plazo (disponer de «liquidez») y a largo plazo (mantener la «solvencia»)— resulta habitualmente elevado en épocas de bonanza económica, ciertos acontecimientos pueden provocar un fuerte descenso de ese umbral. En el pasado, ese proceso no siempre ha tenido lugar de manera gradual, es decir, de modo que conceda un tiempo de ajuste suficiente a los Gobiernos. Por el contrario, puede aparecer con gran rapidez y escasas advertencias previas. Como resultado podría desarrollarse un círculo vicioso caracterizado por necesidades de financiación crecientes y una menor disposición a financiar esas necesidades. Ello podría obligar a los Gobiernos a acometer drásticos ajustes presupuestarios a fin de evitar el incumplimiento de sus obligaciones.

Mientras que el entorno económico actual es aún favorable, resulta muy importante no olvidar que esa situación no siempre va a perdurar. En consecuencia, la totalidad de los países de la zona del euro y, por tanto, el conjunto de la zona deben lograr una situación financiera que ofrezca márgenes de seguridad suficientes en caso de que se cumplan los peores escenarios, incluso aunque tales márgenes puedan parecer muy exigentes en épocas de bonanza económica.

El cumplimiento de los criterios de déficit y deuda es fundamental en la UEM, ya que proporciona unos márgenes de seguridad mínimos. En particular, el límite de déficit del 3% del PIB —si su aplicación es creíble— ofrece un ancla a las expectativas de disciplina presupuestaria y de evolución futura de la deuda pública. Se trata, por tanto, de una importante señal de solidez de las finanzas públicas para los mercados financieros y el público en general. Esta señal no sólo garantiza unas condiciones de financiación favorables y unos mercados estables en la actualidad, sino que también reduce el riesgo de que una futura volatilidad financiera se transmita a los mercados de deuda pública de la zona del euro y socave la sostenibilidad.

Estas consideraciones también proporcionan un fundamento a las inquietudes derivadas de la valoración anteriormente efectuada y de la experiencia de la evolución presupuestaria y económica desde el inicio de la tercera fase de la UEM. En una serie de países, no sólo los déficit públicos se han aproximado al valor del 3% o lo han excedido, sino que sus déficit medios han sido cercanos o superiores a dicho límite desde 1999. Además, el crecimiento económico se ha ralentizado en buena parte de ellos y el crecimiento potencial es ahora menor que antes. Las ratios de deuda pública han continuado creciendo o han descendido de forma demasiado modesta, a la vista también de los futuros retos derivados del envejecimiento de la población. Pero incluso si se hubiese desarrollado una estrategia coherente de cumplimiento de los criterios del Tratado, resulta importante recordar que dichos criterios son sólo requisitos mínimos de prudencia presupuestaria a largo plazo. Se precisan objetivos de déficit y deuda más ambiciosos, especialmente en los países con unos elevados pasivos implícitos y un reducido ritmo de crecimiento.

6 PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 20 de noviembre de 2004, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. El crecimiento interanual del PIB real se situaría, en promedio, entre el 1,6% y el 2,0% en el 2004, y se proyecta que se sitúe en un intervalo comprendido entre el 1,4% y el 2,4% en el 2005 y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se habría mantenido en un intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004. En el 2005 se situaría en un intervalo del 1,5%-2,5% y en el 2006 entre el 1,0% y el 2,2%.

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

Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea las proyecciones, se presentan, para cada variable, intervalos basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas por los bancos centrales de la zona del euro en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de estas diferencias.

ENTORNO INTERNACIONAL

En el 2004, el ciclo económico mundial parece haber alcanzado su máximo, los precios del petróleo se han incrementado y se espera que las políticas económicas retomen gradualmente una orientación más neutral. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento de la economía mundial —aun manteniendo su fortaleza durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones— se debilite ligeramente durante los dos próximos años. Asimismo, el incremento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas se traducirá en un alza de la inflación mundial.

Se prevé que, también en Estados Unidos, el crecimiento del PIB real siga siendo vigoroso, aunque experimentará un descenso gradual respecto a las altas tasas registradas en el segundo semestre del 2003 y los primeros meses del 2004. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, seguirá siendo notablemente superior al de la media mundial, pese al aumento de los precios del

1 Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema han sido preparadas conjuntamente por los expertos del BCE y de los bancos centrales nacionales de la zona del euro y constituyen una aportación semestral a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza sobre la evolución económica y sobre los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001), se facilita más información sobre los procedimientos y técnicas utilizados.

2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el EURIBOR a tres meses, se mantendrán en un nivel del 2,16% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,29 a lo largo del horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 6,1% superior a la media del 2003. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 4,2% de media para el 2004, hasta el 4,5% en el 2006. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 18% en dólares estadounidenses en el 2004, que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005 y que aumentarán en un 5% en el 2006. Sobre la base de la trayectoria implícita en el mercado de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo aumentarán hasta situarse en 44,4 dólares estadounidenses por barril en el 2005, desde los 39 estimados para el 2004, y que descenderán hasta 40,8 dólares en el 2006.

petróleo y a la orientación más restrictiva de la política económica en China. En el resto de las grandes economías, el ritmo del crecimiento seguirá siendo intenso. Por otra parte, se espera que los países que se integraron en la UE el 1 de mayo de 2004 continúen creciendo a un ritmo relativamente fuerte.

Se estima que *el crecimiento interanual del PIB real fuera de la zona del euro* se haya situado, en promedio, alrededor del 5,5% en el 2004 y que disminuirá hasta aproximadamente el 4,5% en el 2005 y en el 2006. El crecimiento de los *mercados de exportación exteriores de la zona del euro* se habría situado en el 8,7% en el 2004 y se proyecta que descenderá hasta el 8,0% y el 7,5% en el 2005 y el 2006, respectivamente.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Según la primera estimación de Eurostat, la tasa intertrimestral de crecimiento del PIB real de la zona del euro fue del 0,3% en el tercer trimestre de este año, frente al 0,7% y el 0,5% registrados en el primer y segundo trimestres, respectivamente, y se espera que, durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones, retorne a niveles próximos al 0,5%. En consecuencia, el crecimiento interanual del PIB real se habría situado, en promedio, entre el 1,6% y el 2,0% en el 2004, y se proyecta que se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1,4% y el 2,4% en el 2005, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2006. Se espera que el crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, continúe estimulando la actividad económica, y que la demanda interna aumente a ritmo estable durante el horizonte de las proyecciones.

Se estima que el *empleo total* recobrará fortaleza a lo largo del horizonte considerado por las proyecciones. Es previsible que la oferta de trabajo aumente, a medida que la mejora de las perspectivas de empleo y la puesta en marcha de reformas estructurales de los mercados laborales en algunos países de la zona del euro eleve las tasas de actividad. Las proyecciones para la oferta de trabajo y el empleo apuntan a que la tasa de paro debería comenzar a descender en el segundo semestre del 2005.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, la tasa media de crecimiento interanual del *consumo privado* se situará en un intervalo comprendido entre el 0,9% y el 1,3% en el 2004, por cuanto que la moderación del crecimiento de los salarios y los acusados incrementos de los precios energéticos tienen una incidencia negativa en el poder adquisitivo de los hogares. Se considera que el consumo crecerá entre el 1,1% y el 2,1% en el 2005, y entre el 1,2% y el 2,8% en el 2006. La renta real disponible de los hogares se verá respaldada por el mayor crecimiento del empleo, por el aumento de los salarios reales como resultado del descenso de la inflación y por la contribución positiva de otros componentes de la renta. Se proyecta que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga, en líneas generales, constante a lo largo del horizonte de las proyecciones. Aunque la ligera mejora de las condiciones del mercado de trabajo deberían traducirse en un fortalecimiento de la confianza de los consumidores, se espera que el ahorro se mantenga en un nivel relativamente elevado, como consecuencia de las preocupaciones relativas a la evolución de las finanzas públicas y, en concreto, a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. Atendiendo a los actuales planes presupuestarios, se considera que la aportación del *consumo público* al crecimiento del PIB real disminuirá ligeramente en el horizonte temporal proyectado.

De acuerdo con las proyecciones, la *inversión total en capital fijo* se habría recuperado ligeramente durante el segundo semestre del 2004; se estima que la tasa media de crecimiento interanual se situará entre el 1,2% y el 2,2% en el 2004 y en un intervalo comprendido entre el 1,7% y el 4,7% en el 2005 y entre el 2,1% y el 5,3% en el 2006. El mayor dinamismo de la inversión total resultaría, principalmente,

de la *inversión empresarial*, que debería verse respaldada por las favorables condiciones de crédito, el incremento de los beneficios empresariales y la mejora de las perspectivas de la demanda. La *inversión privada en vivienda* registraría tasas de crecimiento moderadamente positivas durante el período que abarcan las proyecciones.

La tasa media de variación interanual de las exportaciones totales se habría mantenido entre el 4,5% y el 7,3% en el 2004, y se situaría en el intervalo comprendido entre el 4,6% y el 7,8% en el 2005, y entre el 4,8% y 8,0% en el 2006³. Se proyecta que, en términos generales, las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona del euro se mantengan estables durante el horizonte temporal contemplado, tras el significativo descenso registrado en el 2003 como consecuencia, principalmente, de la apreciación del euro. La tasa media de variación interanual de las importaciones totales se situará, previsiblemente, en niveles acordes con los de las exportaciones. Las proyecciones relativas a las importaciones reflejan la trayectoria del gasto total final de la zona del euro, además del efecto retardado levemente alcista de la pasada apreciación del euro. En conjunto, se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en el horizonte temporal considerado no sea significativa, y que, a grandes rasgos, el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones se compensen mutuamente.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

La tasa media de variación del IAPC se habría situado entre el 2,1% y el 2,3% en el 2004. En el 2005 se situaría en un intervalo del 1,5%-2,5% y en el 2006 entre el 1,0% y el 2,2%. A partir de los supuestos relativos a los precios del petróleo, se proyecta que el componente energético realice una contribución significativa de signo positivo a la inflación medida por el IAPC en el 2005, si bien resultará ligeramente negativa en el 2006. La tasa de variación del componente no energético del IAPC experimentará una ligera reducción en el 2005, como reflejo de la moderación de los incrementos de los precios de importación y de que las presiones de los costes internos siguen siendo contenidas. Asimismo, conforme a los supuestos adoptados en materia fiscal para el 2005 y el 2006, se prevé una contribución de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados menor que la que se produjo a consecuencia de las medidas aplicadas en el 2004.

Pese a la reciente subida de los precios del petróleo, se estima que los precios de importación se habrían mantenido en un nivel relativamente moderado en el 2004, como consecuencia del efecto retardado de la apreciación del euro. Los supuestos adoptados en relación con los precios de las materias primas y con los tipos de cambio indican que los precios de las importaciones se incrementarán ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones.

Se considera que el crecimiento de la remuneración por asalariado en términos nominales seguirá siendo contenido durante el período considerado. Esta proyección tiene en cuenta no sólo los acuerdos salariales en vigor y la leve mejora prevista de las condiciones de los mercados de trabajo, sino también la valoración de que los efectos indirectos del aumento de los precios del petróleo sobre la remuneración nominal seguirán siendo contenidos. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo indican que el crecimiento de la productividad del factor trabajo, aunque descenderá ligeramente a lo largo del horizonte de las proyecciones, mantendrá su fortaleza. Como consecuencia de esta evolución de los salarios y la productividad, se estima que el crecimiento de los costes laborales unitarios seguiría siendo moderado tanto en el 2005 como en el 2006.

3 Las proyecciones referidas al comercio resultan acordes con los datos de las cuentas nacionales y, por tanto, incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

Cuadro 12 Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)¹⁾

	2003	2004	2005	2006
IAPC	2,1	2,1-2,3	1,5-2,5	1,0-2,2
PIB real	0,5	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7
Consumo privado	1,1	0,9-1,3	1,1-2,1	1,2-2,8
Consumo público	1,6	0,9-2,1	0,3-1,3	0,7-1,7
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,2-2,2	1,7-4,7	2,1-5,3
Exportaciones (bienes y servicios)	0,2	4,5-7,3	4,6-7,8	4,8-8,0
Importaciones (bienes y servicios)	2,0	5,0-7,6	4,8-8,2	4,8-8,2

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

Recuadro 10

COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE SEPTIEMBRE DEL 2004 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE

Los supuestos técnicos referidos a los precios del petróleo y los tipos de cambio han sido objeto de importantes revisiones en relación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y publicadas en el Boletín Mensual de septiembre del 2004. Actualmente, los precios del petróleo superan en un 21% los niveles de los supuestos adoptados en las proyecciones de septiembre, y el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha incrementado en un 4,2%. Las revisiones de los supuestos técnicos referidos a los tipos de interés no son significativas.

La corrección a la baja de los intervalos de crecimiento del PIB real proyectados para el 2005 constituye una variación importante respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE publicadas en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, que se explica, fundamentalmente, por la mencionada revisión al alza de los supuestos técnicos relativos a los precios del petróleo y al tipo de cambio efectivo nominal del euro. Además, el aumento ligeramente inferior a lo esperado del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de este año reduce automáticamente la tasa media de crecimiento interanual del PIB real para el 2005.

Las proyecciones de los intervalos del IAPC para el 2004 se mantienen sin variación, aunque las relativas al 2005 han sido corregidas ligeramente al alza respecto a los niveles proyectados en septiembre del 2004. Esta corrección al alza es limitada ya que la incidencia de la subida de los precios del petróleo se ha visto compensada en parte por la corrección al alza de los supuestos relativos a los tipos de cambio. En el caso de los costes laborales unitarios, las revisiones de las proyecciones son también pequeñas.

Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IAPC - Diciembre 2004	2,1	2,1-2,3	1,5-2,5
IAPC - Septiembre 2004	2,1	2,1-2,3	1,3-2,3
PIB real - Diciembre 2004	0,5	1,6-2,0	1,4-2,4
PIB real - Septiembre 2004	0,5	1,6-2,2	1,8-2,8

Recuadro 11**PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES**

Diversas instituciones, tanto organismos privados como organizaciones internacionales, han publicado una serie de previsiones para la zona del euro. No obstante, cabe observar que estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden y difieren en cuanto a los métodos empleados para derivar los supuestos adoptados sobre las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo. Consensus Economics Forecasts y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica utilizan diversos supuestos no especificados. A diferencia de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, las demás previsiones no están normalmente condicionadas por el supuesto de invariabilidad de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte temporal contemplado.

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones realizadas por otras instituciones de que se dispone actualmente coinciden en señalar que la tasa media interanual de crecimiento del PIB de la zona del euro se situará entre el 1,9% y el 2,25% en el 2005, y entre el 2,25% y el 2,5% en el 2006. Las previsiones realizadas para el 2005 son muy similares. Para el 2006, las previsiones elaboradas por la Comisión Europea y la encuesta a expertos en previsión económica prevén un crecimiento interanual del PIB del 2,2%, mientras que la de la OCDE sitúa la tasa de crecimiento en el 2,5%.

Debe tenerse en cuenta que las tasas de crecimiento interanual que figuran en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no están ajustadas por el número de días laborables de cada año. En el 2004, debido al mayor número de días laborables, la tasa media de crecimiento interanual no ajustada por el número de días laborales de la zona del euro se situará en torno a un cuarto de punto porcentual por encima de la tasa de crecimiento ajustada por el número de días laborables. En consecuencia, tanto las previsiones de la Comisión Europea como las del FMI para el 2005 contemplan un incremento de la tasa de crecimiento del PIB de la zona del euro ajustada por el número de días laborables. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE figuran tasas de crecimiento interanuales ajustadas por el número de días laborables, mientras que las demás previsiones no especifican si los datos están ajustados por el número de días laborables.

Cuadro A Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Oct 2004	2,1	2,0	2,2
FMI	Sep 2004	2,2	2,2	n.d.
OCDE	Nov 2004	1,8	1,9	2,5
Consensus Economics Forecasts	Nov 2004	1,9	1,9	n.d.
Encuesta a expertos en previsión económica	Nov 2004	1,9	2,0	2,2

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2004, de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, septiembre del 2004; Economic Outlook de la OCDE, n.º 76; Consensus Economics Forecast y encuesta del BCE a expertos en previsión económica. En las previsiones de la Comisión Europea y en las Perspectivas de la Economía mundial del FMI figuran tasas de crecimiento no ajustadas por el número de días laborables.

Las previsiones señalan una reducción de la tasa de inflación anual medida por el IAPC, situándola entre el 1,8% y el 1,9% en el 2005, excepto las de la OCDE que prevé una tasa del 2,0%. Para el 2006, tanto la Comisión Europea como la OCDE prevén que la inflación medida por el IAPC disminuya, situándose entre el 1,7%, mientras que la encuesta de expertos en previsión económica prevé una tasa del 1,9%.

Cuadro B Comparación entre previsiones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2004	2005	2006
Comisión Europea	Oct 2004	2,1	1,9	1,7
FMI	Sep 2004	2,1	1,9	n.d.
OCDE	Nov 2004	2,1	2,0	1,7
Consensus Economics Forecasts	Nov 2004	2,2	1,9	n.d.
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Nov 2004	2,1	1,9	1,9

Fuentes: Previsiones económicas de otoño del 2004, de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, septiembre del 2004; Economic Outlook, de la OCDE, n.º 76; Consensus Economics Forecasts y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

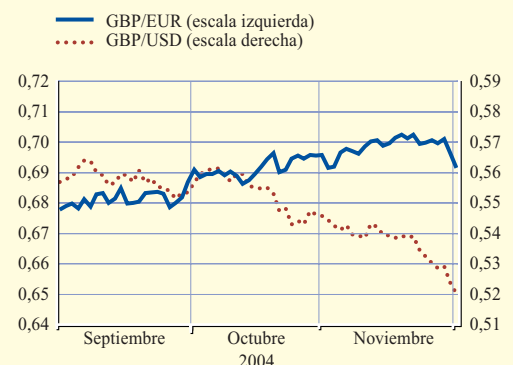
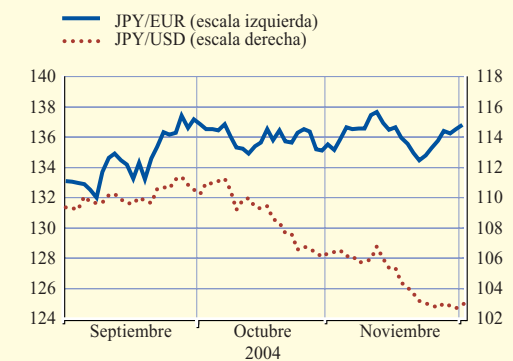
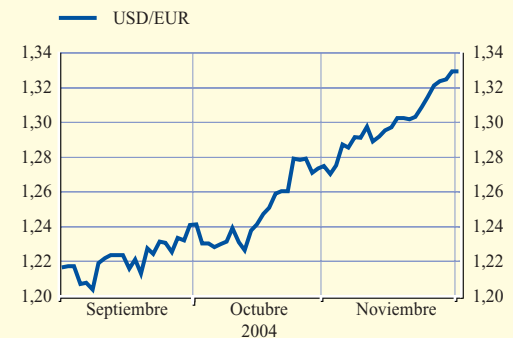
En noviembre y en los primeros días de diciembre, el euro siguió apreciándose de forma significativa frente al dólar estadounidense, que registró una depreciación generalizada, el renminbi chino y, en menor medida, frente al yen japonés. El debilitamiento de la divisa estadounidense guardó relación, básicamente, con la especial atención que prestaron los mercados financieros al elevado y persistente déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y al déficit presupuestario subyacente. La apreciación del euro frente a las monedas mencionadas sólo se vio compensada, en parte, por su depreciación frente a la libra esterlina, el franco suizo, la corona sueca, el won coreano, el zloty polaco y la corona checa.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En noviembre y en los primeros días de diciembre, el euro siguió apreciándose frente al dólar estadounidense (véase gráfico 41), superando los niveles observados a comienzos del año. La depreciación generalizada del dólar desde la segunda quincena de octubre parece guardar relación con la renovada atención que se ha prestado al déficit de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y a su financiación. Los datos económicos publicados, indicativos de la fortaleza del gasto de consumo en este país, no han estimulado la cotización de la moneda estadounidense, debido, posiblemente, a que la citada evolución del consumo podría ampliar el diferencial de crecimiento entre Estados Unidos y el resto de los principales países industrializados y, en consecuencia, elevar el déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense. En su reunión del 10 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar en 25 puntos básicos el tipo de interés de referencia de los fondos federales, hasta situarlo en el 2%, eliminando así el diferencial entre los tipos de interés de referencia en Estados Unidos y en la zona del euro. No obstante, esa decisión había sido en buena medida anticipada por los participantes en el mercado, de modo que sus efectos sobre la evolución de los mercados de divisas fueron poco notables. El 1 de diciembre, el euro cotizaba a 1,33 dólares, es decir, un 4,4% más que a finales de octubre y un 17,5% por encima de la media del año 2003.

Gráfico 41 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

YEN JAPONÉS/EURO

En un entorno caracterizado por algunas fluctuaciones a lo largo de noviembre, el euro también registraba a comienzos de diciembre una apreciación frente al yen japonés (véase gráfico 41). Durante el período de referencia, el yen se apreció frente al dólar estadounidense, alcanzando su cotización máxima en casi cuatro años, pese a la publicación de datos indicativos de una posible ralentización de las exportaciones y de la recuperación económica japonesa. El 1 de diciembre, el euro cotizaba a 136,8 yenes, es decir, en torno a un 1,3% más que a finales de octubre y un 4,5% por encima de la media del año 2003.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno siguieron fluctuando dentro de unos márgenes estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 42). Las cotizaciones de la corona estonia y la litas lituana permanecieron sin cambios en relación con su paridad central en el MTC II, en consonancia con los compromisos unilaterales de Estonia y Lituania de mantener sus sistemas de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación habituales del MTC II.

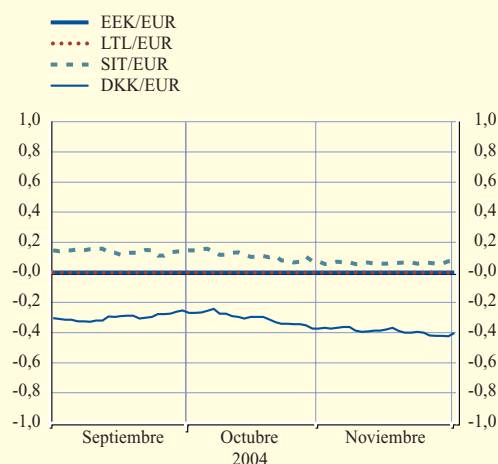
Durante buena parte de noviembre, el euro continuó apreciándose, aunque de forma moderada, frente a la libra esterlina (véase gráfico 41). El debilitamiento de la libra durante este período siguió guardando relación con el descenso de los precios de la vivienda y con las señales de moderación del crecimiento económico en el Reino Unido, circunstancias que elevaron el grado de incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de la economía británica. Hacia finales de noviembre y comienzos de diciembre, la cotización de la libra se recuperó, de modo que, el día 1 de diciembre, el euro se cambiaba a 0,69 libras esterlinas, nivel ligeramente inferior al registrado a finales de octubre y próximo a la media del año 2003. Por otra parte, durante el período analizado, el euro también siguió apreciándose frente al lats letón —que se encuentra parcialmente ligado al dólar estadounidense a través del régimen cambiario—, si bien volvió a depreciarse frente a la corona checa, el zloty polaco, la corona eslovaca y la corona sueca. El euro se mantuvo estable, en líneas generales, frente a la libra chipriota, el forint húngaro y la lira maltesa.

OTRAS MONEDAS

El euro se depreció ligeramente frente al franco suizo, al que parece haber favorecido su carácter de moneda refugio en un contexto de depreciación generalizada del dólar estadounidense. Durante el mes de noviembre, cabe destacar también la continua apreciación del won coreano frente a casi todas las principales divisas.

Gráfico 42 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

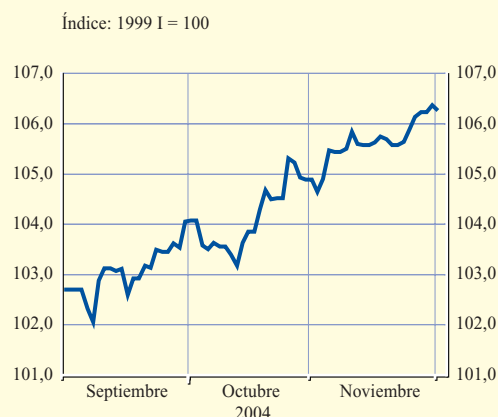


Fuente: BCE.

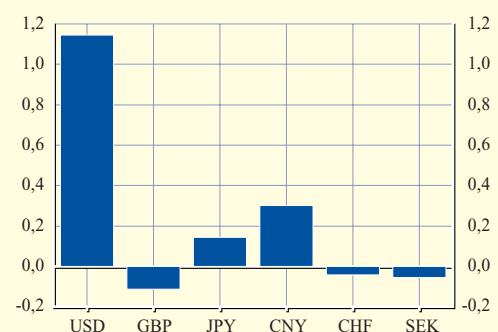
Nota: Una desviación positiva/negativa de la paridad central implica que la moneda está en el lado débil/fuerte de la banda. Para la corona danesa la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

Gráfico 43 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
29 octubre 2004 - 1 diciembre 2004
(en puntos porcentuales)



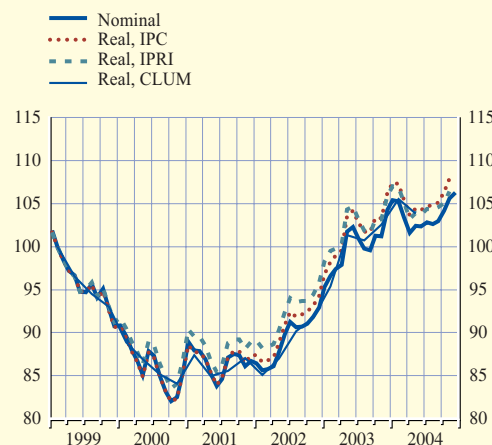
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

2) 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 44 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

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

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de diciembre, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda única —medido frente a las divisas de los 23 socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1,3% por encima de su nivel de finales de octubre, y un 6,4% por encima de la media del año 2003 (véase gráfico 43). La apreciación del euro en términos efectivos siguió siendo resultado de su fortalecimiento frente al dólar estadounidense, el renminbi chino y el yen japonés —monedas con una ponderación elevada o relativamente elevada en la cesta de tipos de cambio efectivos ponderados por el comercio—, que sólo se vio compensada en parte por su depreciación frente a la libra esterlina, el franco suizo, la corona sueca, el won coreano, el zloty polaco y la corona checa.

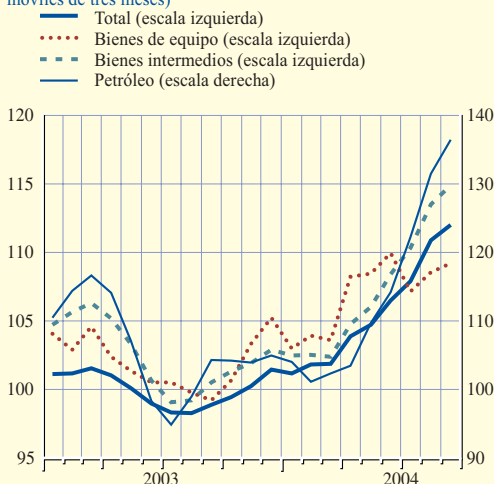
La evolución de las diversas medidas del tipo de cambio efectivo real del euro —basadas en diferentes índices de costes y precios— presenta un elevado grado de paralelismo (véase gráfico 44). La apreciación del euro durante los dos últimos meses se ha traducido también en una subida de los índices de tipo de cambio efectivo real hasta niveles cercanos a los registrados a comienzos del año en curso. El índice de tipo de cambio efectivo real basado en los precios de consumo se situó en noviembre un 6,1% por encima de su nivel medio del año 2003, siendo ese incremento del 4,2% cuando se utiliza el índice basado en la trayectoria de los precios industriales.

7.2 BALANZA DE PAGOS

Tras el sólido crecimiento registrado desde el segundo semestre del 2003, las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales —contabilizadas en la balanza de pagos de la zona del euro— descendieron un 0,8% durante el tercer trimestre del 2004. Este descenso se debió, en parte, a la desaceleración de la demanda exterior en la zona, que refleja en cierta medida la pérdida de impulso del crecimiento económico mundial. Al mismo tiempo, y en un entorno de precios más altos del petróleo, las importaciones de bienes y servicios en términos nominales continuaron creciendo con rapidez en ese mismo periodo, contribuyendo a una caída del superávit comercial de 17,5 mm de euros en el tercer trimestre del 2004. En los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2004, los flujos agregados de inversiones directas y de cartera se situaron en un nivel próximo al equilibrio, frente a las entradas netas de 77,3 mm de euros registradas un año antes. Al final del 2003, la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo registraba pasivos netos por valor de 760 mm de euros, equivalentes a un 10,5% del PIB.

Gráfico 45 Valores nominales de las importaciones de algunos bienes procedentes de fuera de la zona del euro¹⁾

(índice: enero 2004=100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las últimas observaciones corresponden a septiembre del 2004.

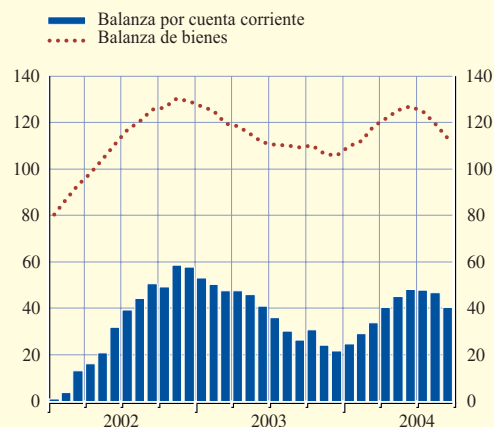
CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

En cifras desestacionalizadas, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro arrojó un déficit de 3,2 mm de euros en septiembre del 2004 (que corresponde a un déficit de 0,3 mm de euros en datos sin desestacionalizar). Esta cifra es el reflejo de los déficit observados en las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, que sólo se vieron compensados en parte por los superávit registrados tanto en la balanza de bienes como, en menor medida, en la de servicios (véase apartado 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). En comparación con el superávit revisado de 0,5 mm de euros contabilizado en agosto del 2004, el saldo de la balanza por cuenta corriente experimentó, en cifras desestacionalizadas, un descenso de 3,7 mm de euros en septiembre. Esta caída se debió, básicamente, a un aumento del déficit de la balanza de rentas y a descensos moderados de los superávit de las balanzas de bienes y de servicios.

Tras registrar un sólido crecimiento desde el segundo semestre del 2003, las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales descendieron un 0,8%, en cifras desestacionalizadas, en el tercer trimestre del 2004. Este descenso se debió, en parte, a la desaceleración de la demanda exterior durante el mencionado período (véanse gráficos C.29 y C.30 del apartado 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios mantuvieron su tendencia alcista, registrando un incremento del 4,4% en el tercer trimestre del 2004, tras el 5,7% contabilizado en el segundo trimestre. Esta evolución refleja, en gran medida, un aumento de las importaciones totales de bienes, con un considerable incremento de las importaciones de petróleo en términos nominales, como consecuencia de las alzas de precios del crudo. Sin embargo, la evolución de otras categorías de bienes importados, como los bienes de equipo, fue más moderada (véase gráfico 45). En este contexto, el superávit de la balanza de bienes se redujo en 14,9 mm de euros durante el tercer trimestre del 2004.

Gráfico 46 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro

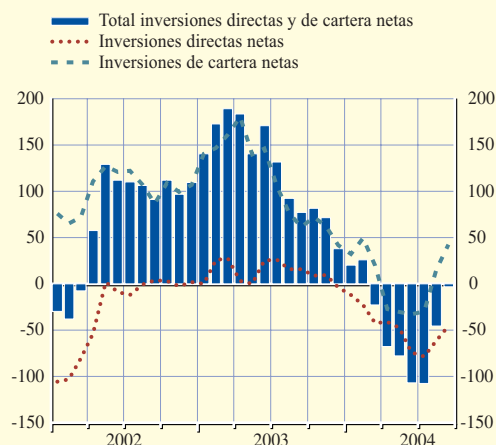
(mm de euros; datos desestacionalizados; datos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

Gráfico 47 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.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en los doce meses transcurridos hasta septiembre del 2004 ascendió a 40,4 mm de euros (en torno a un 0,5% del PIB), frente al superávit de 26,3 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 46). Este aumento fue el resultado de un incremento de 6 mm de euros en el superávit agregado de las balanzas de bienes y de servicios, así como de la reducción de los déficit de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias corrientes, que se cifró en torno a 4 mm de euros.

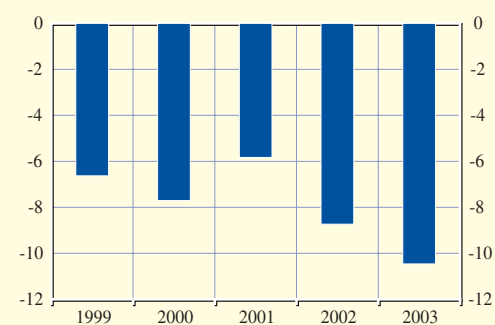
CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró elevadas entradas netas de 44,9 mm de euros en septiembre del 2004, como consecuencia de las entradas netas de acciones y participaciones (23,2 mm de euros), valores distintos de acciones (16,4 mm de euros) y, en menor medida, inversiones directas (5,3 mm de euros). La evolución de las inversiones directas se debió, en gran parte, a las inversiones netas en forma de acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos realizadas por empresas no residentes en sus filiales de la zona del euro. Por otra parte, las entradas netas de inversiones de cartera son atribuibles a las ventas netas de acciones y participaciones extranjeras por parte de residentes en la zona del euro y a las adquisiciones netas de bonos y obligaciones de la zona del euro realizadas por no residentes.

En el período de doce meses transcurrido hasta septiembre del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera se situó en un nivel próximo al equilibrio, en comparación con las entradas netas de 77,3 mm de euros registradas un año antes (véase gráfico 47). Esta evolución refleja un cambio de signo de las inversiones directas, que han pasado de entradas netas a salidas netas, y un descenso de las entradas netas de inversiones de cartera. El cambio de signo de las inversiones directas netas tuvo su origen, principalmente, en una notable caída las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro, que fue mayor que la reducción de las inversiones directas de la zona del euro en el exterior. Por otra parte, la disminución de las entradas netas de inversiones de cartera obedeció en gran medida a un incremento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones y de instrumentos del mercado

monetario extranjeros por parte de residentes en la zona del euro. Todo ello podría explicarse por la debilidad de la actividad económica en la zona del euro en relación con otras regiones, especialmente en el primer semestre del 2004. Sin embargo, la tendencia observada en el agregado de inversiones directas y de cartera se ha modificado a partir de julio, lo que posiblemente refleje un renovado atractivo de los instrumentos financieros emitidos en la zona del euro para los inversores extranjeros, así como la existencia de efectos de base: la rúbrica de valores distintos de acciones registró unas considerables ventas netas en julio y agosto del 2003, que ya no se contabilizan en el período de doce meses transcurridos hasta septiembre del 2004.

Gráfico 48 Posición de inversión internacional de la zona del euro en porcentaje del PIB



Fuente: BCE.

Nota: Un signo negativo indica una posición deudora neta.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

El cuadro 7.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» presenta las cifras de la posición de inversión internacional de la zona del euro, que también están disponibles para el año 2003. La posición de inversión internacional muestra los activos y pasivos exteriores de la zona del euro al final de cada año natural, con un detalle de las posiciones en inversiones directas y de cartera, derivados financieros, otras inversiones y activos de reserva.

Al final del 2003, la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo registraba pasivos netos por importe de 760 mm de euros (que representan un 10,5% del PIB). Esta cifra refleja un aumento de los pasivos netos por valor de 142 mm de euros, en comparación con la posición revisada a finales del 2002, que era equivalente al 8,7% del PIB (véase gráfico 48). El incremento de la posición deudora neta fue, en parte, resultado de los desfavorables efectos de valoración de los activos exteriores (denominados principalmente en moneda extranjera), consecuencia de la apreciación del euro en el 2003.

Por lo que se refiere a las revisiones de los datos, los pasivos de la zona del euro se revisaron al alza en las posiciones de inversión directa y de cartera tanto en el año 2001 como en el 2002, debido, sobre todo, a modificaciones en el sistema de información y en los métodos de recogida de datos, que mejoraron la calidad de las estadísticas. Estos cambios metodológicos dieron lugar a una revisión al alza de la posición deudora neta total de la zona del euro frente al resto del mundo durante todo el período. En concreto, como resultado de las revisiones estadísticas, la posición deudora neta de la zona del euro en porcentaje del PIB aumentó desde el 2,8% hasta el 5,8% en el 2001, y desde el 4,1% hasta el 8,7% en el 2002.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

	PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro; detalle por política de inversión y tipo de inversor	S25
3	CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS	
3.1	Principales activos financieros de los sectores no financieros	S26
3.2	Principales pasivos de los sectores no financieros	S27
3.3	Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones	S28
3.4	Ahorro, inversión y financiación anuales	S29
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S31
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor	S32
4.3	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S34
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S38
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S40
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S41
4.8	Índices bursátiles	S42
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S43
5.2	Producto y demanda	S46
5.3	Mercado de trabajo	S50

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S51
6.2	Deuda	S52
6.3	Variaciones de la deuda	S53
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit datos trimestrales	S54
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S55
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S61
7.3	Comercio exterior de bienes	S62
7.4	Posición de inversión internacional	S64
7.5	Reservas internacionales	S66
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S67
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S68
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S69
9.2	En Estados Unidos y Japón	S70
	LISTA DE GRÁFICOS	S72
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

NOVEDADES

En el presente Boletín se ha incorporado una nueva división de la posición de inversión internacional. En el cuadro 5 de la sección 7.4 figura la partida «préstamos» separada de la de «efectivo y depósitos» en los activos de las instituciones distintas de IFM. Una división análoga se introdujo en el Boletín de agosto del 2004 para los flujos de balanza de pagos (cuadro 9 de la sección 7.1).

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,5	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,7	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	16,7	2,06	4,15
II	10,3	6,0	5,4	-	5,6	11,3	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,5	2,12	4,21
2004 Jun	9,5	5,6	5,3	5,2	6,0	11,1	2,11	4,44
Jul	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	10,9	2,12	4,34
Ago	9,2	5,7	5,6	5,7	6,1	10,4	2,11	4,17
Sep	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	9,6	2,12	4,11
Oct	9,0	6,4	5,8	.	6,8	.	2,15	3,98
Nov	.	.	.	.	.	.	2,17	3,87

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	2,3	-0,1	3,7	0,9	-0,5	81,5	0,5	8,4
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,0	0,1	8,9
2003 IV	2,0	1,0	2,1	0,8	1,4	81,1	0,2	8,9
2004 I	1,7	0,2	2,7	1,4	1,0	80,7	0,2	8,9
II	2,3	2,0	2,1	2,1	3,0	81,1	0,3	8,9
III	2,2	3,1	.	1,8	2,5	81,6	.	8,9
2004 Jun	2,4	2,4	-	-	3,4	-	-	8,9
Jul	2,3	2,9	-	-	2,4	81,6	-	8,9
Ago	2,3	3,1	-	-	1,7	-	-	8,9
Sep	2,1	3,3	-	-	3,3	-	-	8,9
Oct	2,4	.	-	-	.	81,7	-	8,9
Nov	2,2	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2002	68,0	128,9	2,1	107,3	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 IV	23,4	29,9	-8,7	9,3	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	9,6	24,8	6,1	15,1	298,2	102,8	104,9	1,2220
2004 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	4,9	6,0	9,3	6,3	301,7	102,7	104,8	1,2176
Sep	0,7	4,9	5,3	39,6	298,2	103,0	105,1	1,2218
Oct	.	.	.	.	294,7	104,2	106,3	1,2490
Nov	.	.	.	.	.	105,6	107,9	1,2991

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

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

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las notas técnicas para más detalles.

2) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

3) Véanse las notas generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2004 5 Nov	2004 12 Nov	2004 19 Nov	2004 26 Nov
Oro y derechos en oro	130.423	130.406	130.379	130.344
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	166.082	165.900	167.722	164.892
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.879	17.583	17.483	18.083
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.440	7.575	7.682	7.366
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	339.510	333.052	337.515	345.005
Operaciones principales de financiación	264.501	258.000	262.500	269.998
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	75.000	75.000	75.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	2	37	2	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	7	15	13	7
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	2.246	1.885	1.645	1.662
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	69.534	70.287	71.024	71.163
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.063	42.049	42.049	42.049
Otros activos	118.069	118.342	118.338	118.501
Total activo	893.246	887.079	893.837	899.065

2. Pasivo

	2004 5 Nov	2004 12 Nov	2004 19 Nov	2004 26 Nov
Billetes en circulación	473.975	473.399	472.002	473.554
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	142.515	138.338	136.995	137.730
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	141.304	138.247	136.920	137.667
Facilidad de depósito	1.211	91	75	56
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	7
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	125	125	125	125
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	62.512	61.856	68.910	73.742
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9.444	9.303	9.383	9.639
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	262	302	253	254
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10.337	9.866	11.406	9.303
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.807	5.807	5.807	5.807
Otros pasivos	57.706	57.518	58.388	58.342
Cuentas de revalorización	70.696	70.696	70.696	70.696
Capital y reservas	59.867	59.869	59.872	59.873
Total pasivo	893.246	887.079	893.837	899.065

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2004 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
9	3 58.101	316	258.000	2,00	2,04	2,04	8
17	384.039	341	262.500	2,00	2,05	2,05	7
24	368.690	346	270.000	2,00	2,05	2,06	7
1 Dic	370.856	323	273.500	2,00	2,05	2,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 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
25 Nov	51.095	174	25.000	-	2,13	2,14	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
2004 Abr	12.088,2	6.474,0	451,3	1.492,1	911,8	2.759,0	
May	12.141,3	6.506,8	442,3	1.499,1	898,2	2.794,9	
Jun	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2	
Jul	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3	
Ago	12.167,6	6.470,3	446,4	1.531,1	884,2	2.835,5	
Sep	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
2004 6 Jul	138,0	138,8	0,8	0,0	2,00
10 Ago	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7 Sep	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
11 Oct	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8 Nov	137,8	138,4	0,7	0,0	2,03
7 Dic	137,9	.	.	.	.

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
8 Nov	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,0	11,9	132,9
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 I	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
II	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
2004 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	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	308,8	14,2	162,1
Oct ^(p)	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,2	14,2	164,2
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	819,1	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
II	20.757,2	12.434,0	818,3	7.319,8	4.296,0	3.157,8	1.351,7	444,4	1.361,7	76,8	948,7	2.869,8	159,7	1.110,4
2004 Jul	20.855,1	12.540,7	824,6	7.355,8	4.360,3	3.170,7	1.347,8	446,6	1.376,3	78,4	936,8	2.870,5	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	446,2	1.381,9	77,2	925,6	2.909,7	160,4	1.108,4
Sep	20.981,4	12.569,2	812,0	7.403,3	4.353,9	3.186,1	1.355,7	442,9	1.387,5	77,4	920,1	2.902,9	161,0	1.164,7
Oct ^(p)	21.176,1	12.679,9	812,0	7.447,7	4.420,2	3.207,2	1.352,2	447,6	1.407,5	78,1	925,5	2.908,7	161,5	1.215,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 I	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
II	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
2004 Jul	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,7	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	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
Oct ^(p)	1.224,8	486,9	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,8	0,0	10.773,3	132,3	6.277,6	4.363,5	649,3	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 I	20.395,0	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,0	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,7
II	20.757,2	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.369,3	1.177,7	2.871,5	1.564,9
2004 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	1.574,4
Sep	20.981,4	0,0	11.170,6	146,3	6.441,7	4.582,6	687,0	3.447,5	1.182,4	2.839,2	1.654,7
Oct ^(p)	21.176,1	0,0	11.287,9	130,1	6.493,7	4.664,1	695,1	3.476,9	1.186,6	2.824,2	1.705,4

Fuente: BCE.

1) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».

2) Saldo mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	1.367,5	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.133,0
2004 I	15.063,5	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
II	15.331,3	8.160,9	840,5	7.320,4	1.931,6	1.485,2	446,3	662,9	3.181,1	173,8	1.221,1
2004 Jul	15.351,7	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	650,4	3.183,1	174,7	1.210,2
Ago	15.385,3	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	15.487,2	8.238,1	834,2	7.403,9	1.935,6	1.490,9	444,8	642,3	3.211,7	175,2	1.284,2
Oct ^(p)	15.597,0	8.282,6	834,3	7.448,3	1.938,8	1.489,5	449,3	647,4	3.215,9	175,7	1.336,8
Operaciones											
2002	605,9	301,9	-9,3	311,2	72,6	43,6	29,1	7,7	245,1	-1,3	-19,9
2003	772,7	388,5	13,7	374,8	172,3	118,0	54,3	19,4	224,4	-3,6	-28,4
2004 I	428,7	83,8	5,7	78,1	56,4	53,4	3,0	24,6	212,0	-0,4	52,3
II	269,8	150,1	-7,1	157,2	65,3	51,0	14,3	8,4	33,0	1,6	11,4
2004 Jul	8,1	43,0	6,4	36,7	-5,0	-4,4	-0,6	-11,4	-7,8	0,9	-11,5
Ago	40,3	-8,5	-5,3	-3,3	-0,4	0,0	-0,4	-6,8	45,4	0,0	10,7
Sep	143,2	55,8	-7,0	62,8	4,8	7,8	-3,0	-2,2	22,8	0,6	61,4
Oct ^(p)	136,7	48,8	0,2	48,5	2,3	-2,1	4,4	3,8	30,0	0,4	51,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
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	15.063,5	399,6	183,8	6.326,1	602,0	1.948,1	1.025,9	2.857,4	1.699,1	21,5
II	15.331,3	423,0	223,7	6.426,9	609,2	1.996,9	1.024,2	2.895,0	1.716,0	16,4
2004 Jul	15.351,7	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.014,2	1.028,8	2.898,9	1.700,3	19,9
Ago	15.385,3	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,4	2.904,1	1.729,8	21,2
Sep	15.487,2	438,0	204,0	6.458,0	609,7	2.047,9	1.039,7	2.862,8	1.813,5	13,5
Oct ^(p)	15.597,0	444,4	194,2	6.511,8	617,0	2.057,2	1.042,2	2.848,3	1.868,6	13,3
Operaciones										
2002	605,9	101,4	-5,8	225,3	70,0	114,7	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	772,7	79,0	12,9	319,2	58,0	141,7	39,0	131,1	-72,9	64,7
2004 I	428,7	1,7	30,2	24,1	21,3	58,9	8,2	174,7	120,5	-11,0
II	269,8	23,4	39,4	102,5	2,8	48,8	9,3	32,3	13,6	-2,2
2004 Jul	8,1	13,2	-22,2	10,6	3,9	12,3	3,7	-6,9	-7,5	0,9
Ago	40,3	-2,8	-8,5	-19,1	11,0	11,8	5,5	15,6	20,2	6,7
Sep	143,2	4,6	11,1	45,4	-13,2	32,0	4,7	-12,3	69,0	1,9
Oct ^(p)	136,7	6,3	-9,9	57,5	7,6	14,7	1,3	10,4	40,9	7,9

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

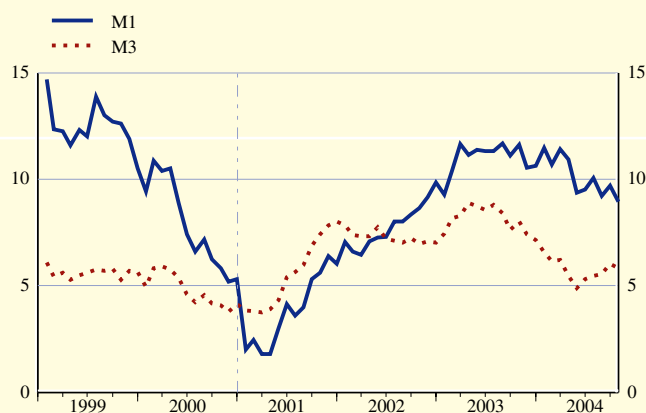
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		11
									9	10	
Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,5	5.770,2	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	908,4	6.144,1	-	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	900,6	6.222,0	-	4.242,2	2.263,5	8.239,0	7.165,0	320,7
II	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.309,0	2.311,5	8.400,4	7.293,2	272,8
2004 Jul	2.831,2	2.592,8	5.424,1	932,5	6.356,5	-	4.341,6	2.329,2	8.453,5	7.348,8	283,5
Ago	2.837,5	2.604,1	5.441,6	940,2	6.381,7	-	4.370,3	2.340,9	8.473,2	7.371,1	316,6
Sep	2.868,0	2.621,9	5.489,9	934,7	6.424,6	-	4.395,1	2.334,5	8.520,0	7.417,2	338,1
Oct ^(p)	2.880,4	2.644,4	5.524,9	939,6	6.464,5	-	4.416,1	2.335,3	8.575,1	7.465,2	349,8
Operaciones											
2002	218,5	90,8	309,3	70,1	379,3	-	197,0	35,4	350,0	314,4	170,2
2003	259,3	116,2	375,5	35,4	410,9	-	246,6	134,0	448,9	375,6	94,3
2004 I	92,0	-14,0	78,0	-3,7	74,3	-	74,8	25,5	88,7	73,8	89,9
II	20,6	31,9	52,4	23,0	75,4	-	76,6	46,7	165,0	135,9	-38,0
2004 Jul	40,9	10,0	50,9	5,7	56,5	-	26,7	16,7	52,1	56,2	11,6
Ago	6,7	11,8	18,5	7,8	26,3	-	27,7	8,9	25,1	27,4	28,1
Sep	32,5	20,1	52,5	-5,7	46,8	-	38,3	-4,6	52,9	53,2	26,5
Oct ^(p)	13,9	24,4	38,3	4,0	42,3	-	26,6	0,2	57,9	52,2	12,7
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	96,1
Jun	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,1
2004 Jul	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	39,6
Ago	9,2	2,0	5,7	4,9	5,6	5,7	7,6	6,6	6,0	6,1	101,9
Sep	9,7	2,8	6,3	4,5	6,0	5,8	7,9	5,5	6,3	6,5	123,6
Oct ^(p)	9,0	3,7	6,4	2,8	5,8	.	7,8	4,4	6,6	6,8	131,1

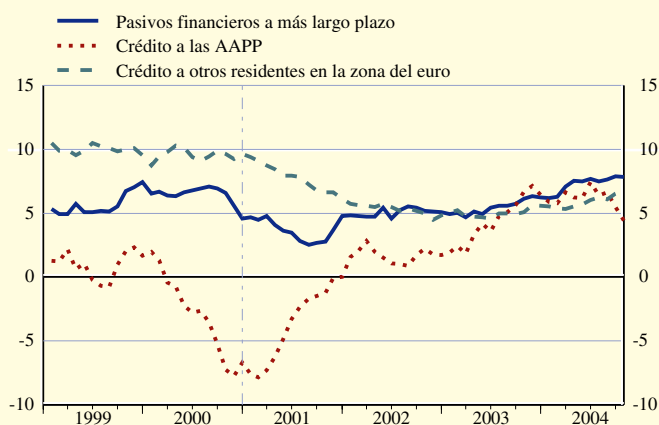
C1 Agregados monetarios

(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

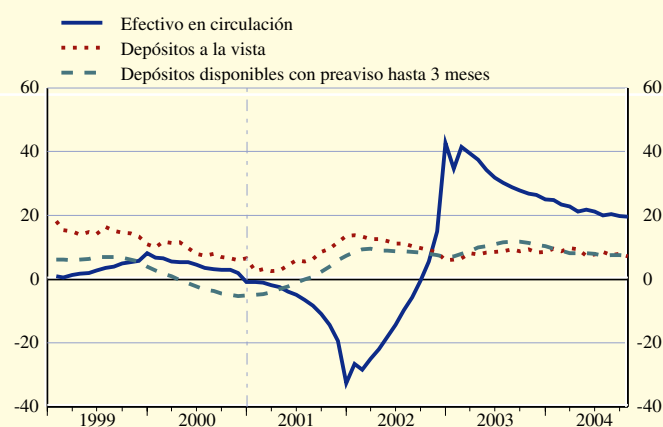
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,4	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	214,4	596,5	89,7	1.857,2	90,1	1.268,3	1.026,6
II	420,5	2.369,7	995,2	1.586,7	220,2	611,5	95,0	1.900,6	89,1	1.298,5	1.020,7
2004 Jul	425,2	2.406,0	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.307,4	1.027,6
Ago	433,2	2.404,3	996,3	1.607,8	227,8	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,5
Sep	439,8	2.428,1	1.003,5	1.618,4	226,3	615,7	92,8	1.952,8	88,4	1.318,1	1.035,7
Oct ^(p)	446,3	2.434,1	1.023,3	1.621,1	224,6	622,6	92,4	1.958,1	89,4	1.328,0	1.040,5
Operaciones											
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	126,0	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,5	-27,3	143,5	-8,9	59,5	-15,3	157,9	-13,2	63,2	38,7
2004 I	18,6	73,4	-39,5	25,5	-7,0	0,1	3,2	50,1	-0,5	14,3	10,9
II	14,4	6,2	-6,6	38,5	5,4	10,6	6,9	41,7	-1,0	30,7	5,2
2004 Jul	4,7	36,2	2,2	7,8	8,4	-0,3	-2,4	11,7	0,3	8,7	6,0
Ago	8,0	-1,3	-1,5	13,3	-0,8	7,3	1,3	17,0	-0,1	5,1	5,7
Sep	6,6	25,8	9,4	10,7	-1,5	-1,6	-2,6	30,3	-0,9	7,2	1,7
Oct ^(p)	6,5	7,5	21,5	2,8	-1,6	7,1	-1,5	11,8	1,0	10,3	3,5
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	6,0	0,0	6,9	4,7	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	3,9
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-8,8	10,8	-9,9	5,5	4,5
Jun	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	-0,3	10,5	-7,1	7,0	5,1
2004 Jul	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	2,0	10,2	-4,9	7,2	4,4
Ago	20,3	7,5	-5,7	7,5	4,5	5,0	5,7	10,6	-3,3	7,0	4,2
Sep	19,9	8,0	-4,1	7,6	3,7	4,2	8,7	11,2	-3,0	7,2	3,9
Oct ^(p)	19,6	7,2	-1,6	7,3	1,9	4,5	-5,6	10,8	-2,1	7,5	3,9

C3 Componentes de los agregados monetarios

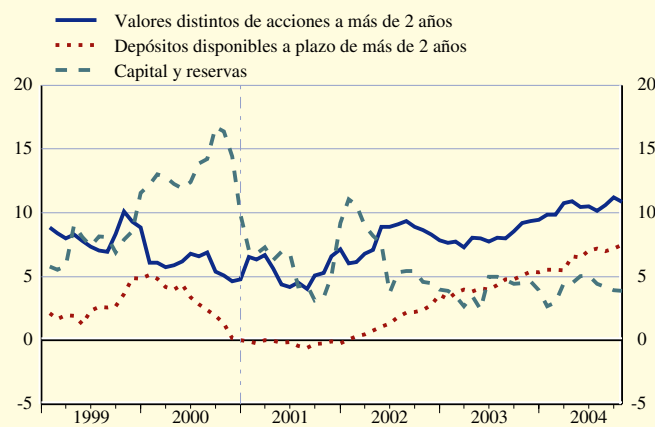
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

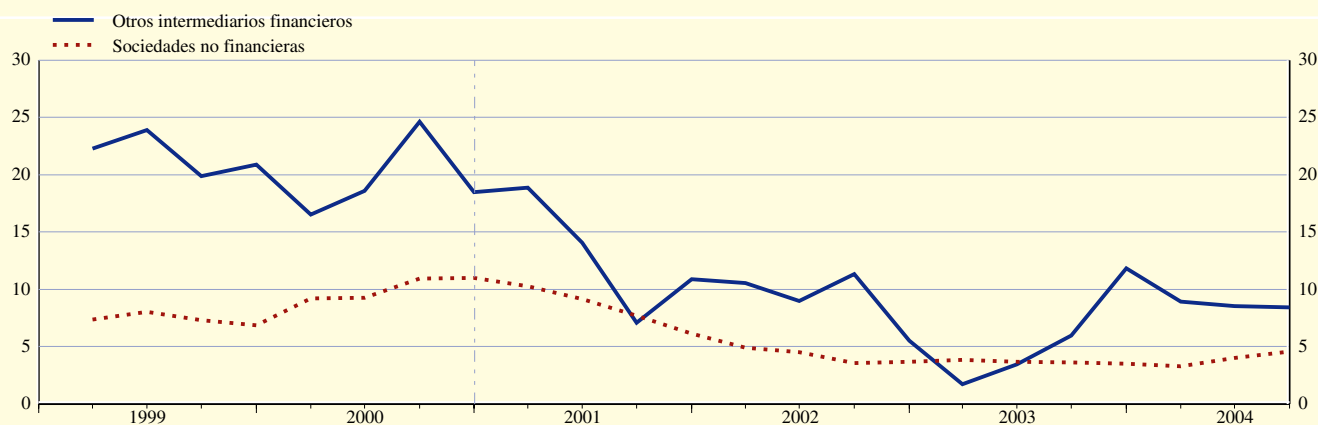
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	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
II	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,3	966,4	537,2	1.589,7
2004 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	3.095,4	946,7	545,0	1.603,7
Sep	52,8	37,9	507,4	301,4	3.106,4	952,2	545,2	1.609,0
Oct ^(p)	54,9	39,2	511,4	304,9	3.124,1	960,3	545,9	1.617,9
Operaciones								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	106,2	-25,8	32,3	99,8
2003	4,2	2,2	54,6	26,6	103,9	-7,5	15,8	95,6
2004 I	10,7	10,0	-3,0	-11,8	22,1	-3,6	3,9	21,8
II	7,0	7,3	8,5	4,5	59,8	16,1	11,6	32,0
2004 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	-1,0	-1,1	18,7	15,3	15,0	6,8	0,9	7,2
Oct ^(p)	2,2	1,4	5,4	4,4	20,0	8,8	1,7	9,5
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,7	-2,5	6,6	7,2
2003 Dic	11,9	11,7	11,8	8,9	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Mar	8,7	6,4	8,9	3,0	3,3	-2,4	3,6	6,9
Jun	18,9	25,7	8,6	3,1	4,0	-2,1	6,4	7,2
2004 Jul	15,3	26,2	8,8	5,5	4,4	-1,0	6,0	7,4
Ago	21,7	37,1	7,0	3,2	4,1	-1,6	5,7	7,3
Sep	18,4	32,6	8,4	5,7	4,6	-0,6	6,0	7,4
Oct ^(p)	9,7	14,9	9,2	7,6	5,2	1,5	5,6	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 IFM¹⁾

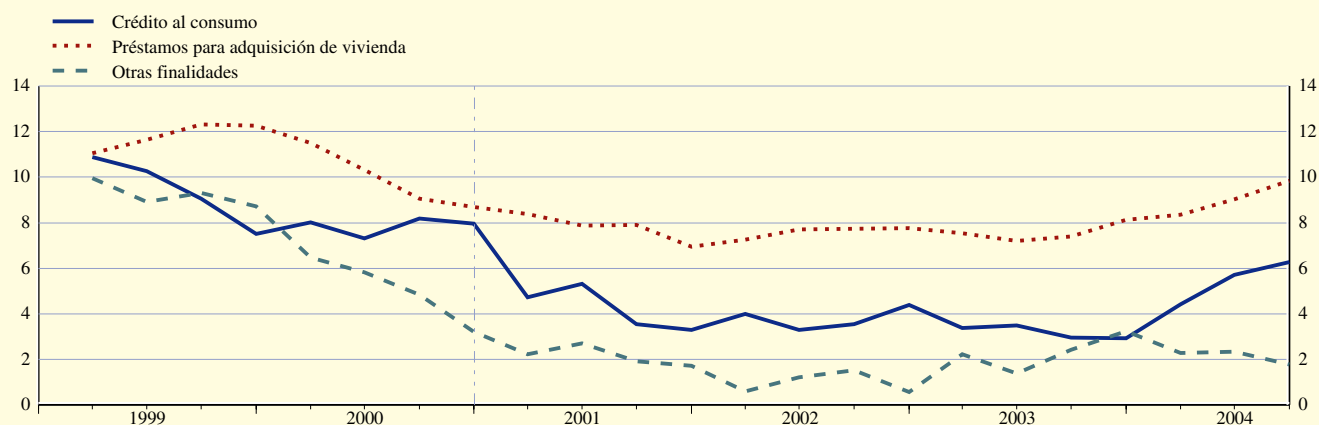
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,3	63,3	2.282,8	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 I	3.564,7	484,6	109,9	182,3	192,3	2.400,3	14,2	61,6	2.324,5	679,8	141,8	95,1	442,9
II	3.663,2	502,2	115,1	187,2	199,9	2.463,8	15,2	64,7	2.383,9	697,1	147,5	99,2	450,4
2004 Jul	3.691,5	504,0	113,9	188,6	201,5	2.491,6	14,9	65,2	2.411,6	695,9	143,9	99,4	452,6
Ago	3.707,8	504,8	114,6	188,2	202,0	2.508,6	14,8	65,5	2.428,4	694,3	142,4	99,2	452,7
Sep	3.736,6	507,9	115,8	188,6	203,4	2.534,4	15,0	65,9	2.453,5	694,4	144,8	98,7	450,8
Oct ^(p)	3.757,3	509,4	115,2	189,6	204,5	2.553,3	15,5	66,6	2.471,2	694,7	143,9	99,4	451,4
Operaciones													
2002	182,2	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	177,7	-5,9	1,7	181,8	20,7	-6,5	-5,0	32,2
2004 I	48,2	2,1	-1,6	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,2	-2,3	0,4	3,2
II	82,0	13,5	4,8	3,6	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,4
2004 Jul	28,7	1,9	-1,3	1,4	1,7	27,9	-0,4	0,5	27,8	-1,0	-3,5	-0,1	2,6
Ago	17,1	1,1	0,7	-0,5	0,8	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,2	-1,5	-0,1	0,5
Sep	30,2	2,8	1,4	0,5	0,9	26,4	0,2	0,5	25,7	1,1	2,6	-0,4	-1,1
Oct ^(p)	20,9	1,3	-0,5	0,6	1,2	19,7	0,6	0,4	18,7	0,0	-0,9	0,8	0,0
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	8,4	3,6	-0,2	8,1	-26,4	2,6	8,7	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 Mar	6,6	4,4	0,1	6,3	5,3	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,9	4,4
Jun	7,3	5,7	3,3	5,9	6,9	9,0	9,1	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
2004 Jul	7,3	5,5	3,7	5,9	6,2	9,2	7,7	0,6	9,5	2,4	-0,9	1,5	3,7
Ago	7,5	6,5	6,2	6,2	7,0	9,3	5,7	0,6	9,6	2,1	-0,4	1,6	3,1
Sep	7,8	6,3	5,0	5,5	7,8	9,9	4,5	0,7	10,2	1,8	0,1	-0,4	2,8
Oct ^(p)	7,8	5,9	4,0	5,3	7,7	9,8	9,9	0,1	10,1	2,0	1,2	0,8	2,6

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

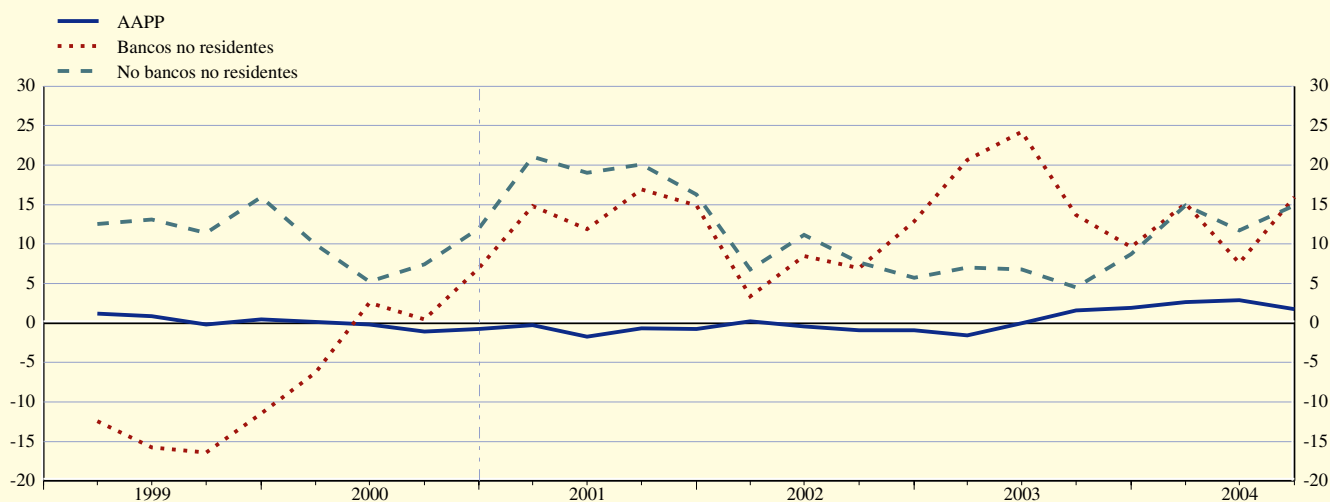
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	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	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
III ^(p)	812,0	126,2	252,3	390,5	43,0	1.965,7	1.317,4	648,3	60,9	587,4
Operaciones										
2002	-7,8	-11,2	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,3	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 I	5,7	5,7	-3,9	0,1	3,9	163,9	107,3	56,3	1,7	54,6
II	-6,7	-5,9	-8,5	2,8	4,8	5,4	11,1	-5,8	-0,5	-5,4
III ^(p)	-5,9	-3,3	-1,0	-0,9	-0,7	22,3	7,8	14,4	0,1	14,3
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dic	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 Mar	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	14,9	4,1	16,1
Jun	2,9	1,9	-4,0	4,2	54,4	8,9	7,6	11,7	2,8	12,8
Sep ^(p)	1,7	-1,8	-4,1	3,8	40,7	15,6	15,9	14,9	1,9	16,4

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

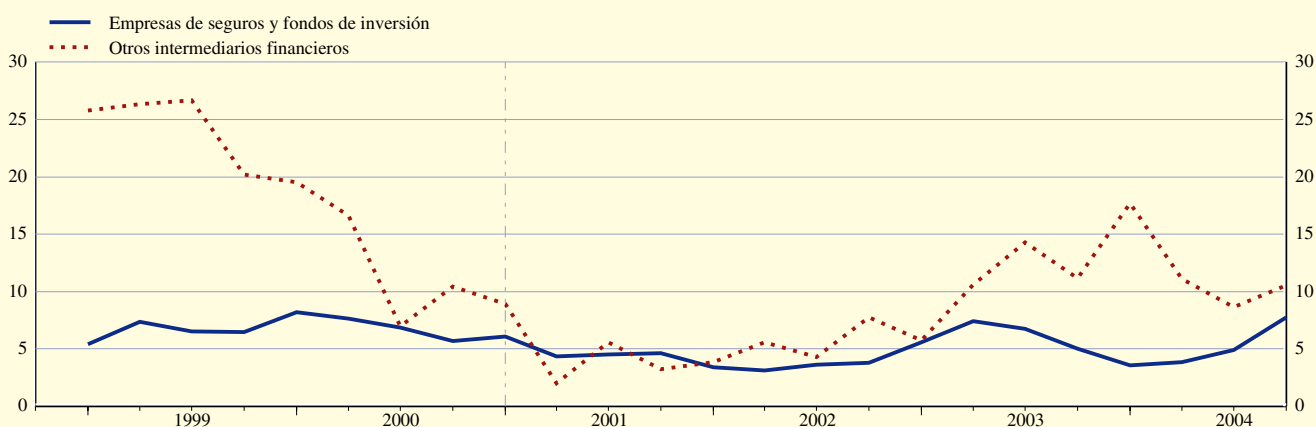
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	568,9	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 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
II	565,3	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
2004 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	573,8	61,7	47,4	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,7	120,3	164,8	8,1	0,1	115,9
Oct ^(p)	578,5	58,4	48,9	445,8	1,3	1,3	22,8	620,8	187,1	133,6	166,9	8,4	0,1	124,6
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,7	1,7	-3,0	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
II	7,9	-4,9	0,0	13,7	0,0	0,0	-0,9	12,2	-1,3	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
2004 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	7,3	8,1	0,6	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,6	13,9	-7,2	3,3	-0,1	0,0	-0,2
Oct ^(p)	4,6	-3,3	1,6	3,1	0,0	0,3	2,8	23,1	-2,1	13,7	2,3	0,4	0,0	8,8
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,6	2,9	-6,6	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 Mar	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	1,8	18,6	11,1	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	17,9
Jun	4,9	-6,4	12,7	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,1	18,6	44,6	-	20,5
2004 Jul	5,6	0,3	19,0	5,1	32,5	3,1	3,6	9,2	9,1	-9,3	22,6	51,7	-	14,1
Ago	5,9	4,5	19,7	4,3	18,7	7,1	16,6	9,3	6,3	-5,8	25,0	67,5	-	11,3
Sep	7,7	7,3	46,7	4,8	13,6	6,7	6,8	10,5	7,4	-6,0	27,2	63,8	-	12,8
Oct ^(p)	8,2	10,0	32,7	5,1	3,3	38,4	24,2	11,1	7,6	1,9	26,0	48,8	-	7,9

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

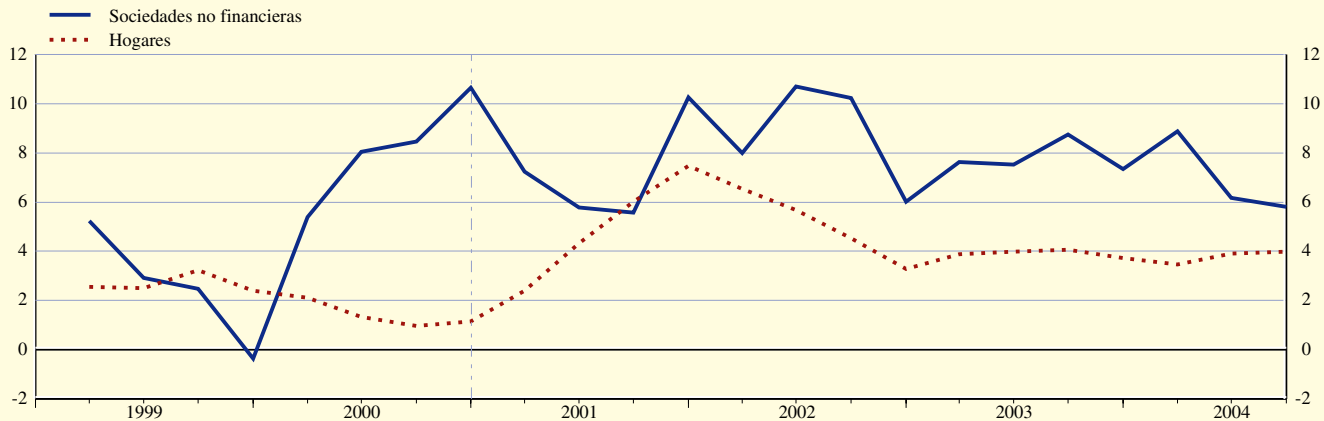
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
Saldos vivos														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.049,3	633,3	280,2	66,2	38,1	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 I	1.035,9	624,2	275,9	68,5	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
II	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
2004 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	1.066,5	656,7	269,6	70,9	42,6	1,1	25,6	4.060,7	1.363,3	512,2	614,2	1.431,8	85,5	53,7
Oct ^(p)	1.071,6	647,9	284,0	70,2	42,5	1,1	25,9	4.078,3	1.376,9	509,3	617,4	1.434,2	86,0	54,4
Operaciones														
2002	57,6	30,2	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	72,2	41,5	54,2	-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
II	20,6	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,0	-0,3	53,5	43,7	-11,0	3,3	21,2	-2,4	-1,5
2004 Jul	0,3	-8,9	5,2	2,4	0,6	0,0	1,0	13,6	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
Ago	0,8	-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	15,5	18,3	-0,5	0,4	0,4	0,0	-3,2	7,9	12,5	-2,3	-1,6	0,5	-0,3	-0,9
Oct ^(p)	6,8	-8,1	15,1	-0,5	0,0	0,0	0,3	18,5	13,9	-2,5	3,4	2,5	0,5	0,7
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,4	6,8	23,4	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 Mar	8,9	11,9	3,2	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
Jun	6,2	10,1	-3,5	14,9	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
2004 Jul	6,8	10,6	-3,2	16,7	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
Ago	6,2	10,9	-5,1	10,8	18,0	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
Sep	5,8	9,6	-2,7	10,1	18,8	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5
Oct ^(p)	5,8	8,7	0,0	10,5	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

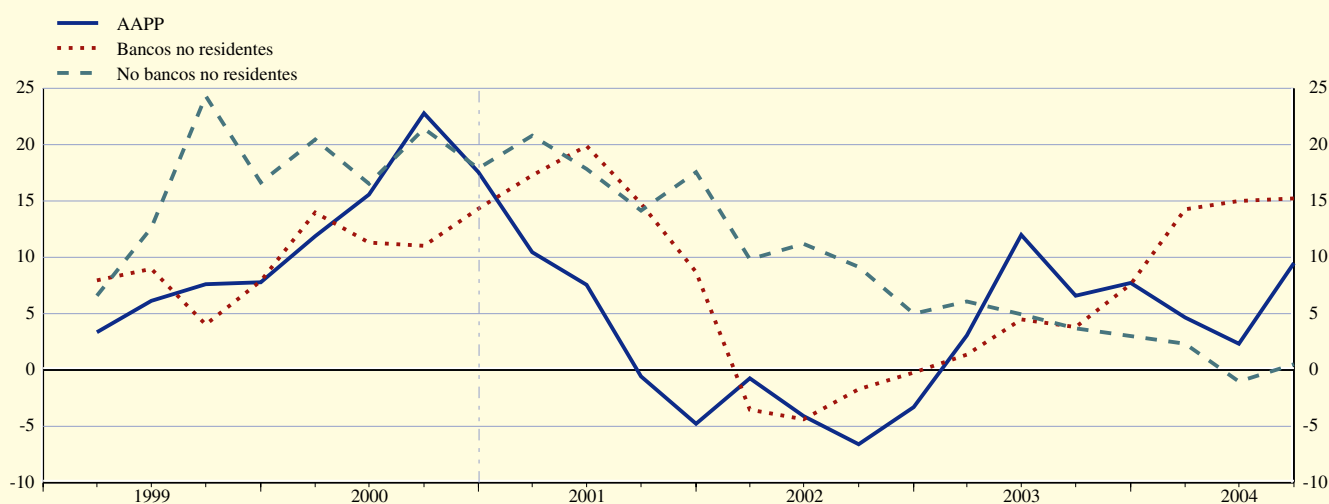
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	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	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
III ^(p)	288,2	146,3	32,9	66,5	42,5	2.451,9	1.764,0	687,9	104,8	583,2
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	25,8	4,8	21,0
II	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
III ^(p)	-4,9	-10,3	2,3	2,1	1,1	6,7	-5,4	12,1	2,7	9,3
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	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sep ^(p)	9,5	13,1	5,0	3,6	11,0	10,7	15,2	0,5	12,2	-1,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

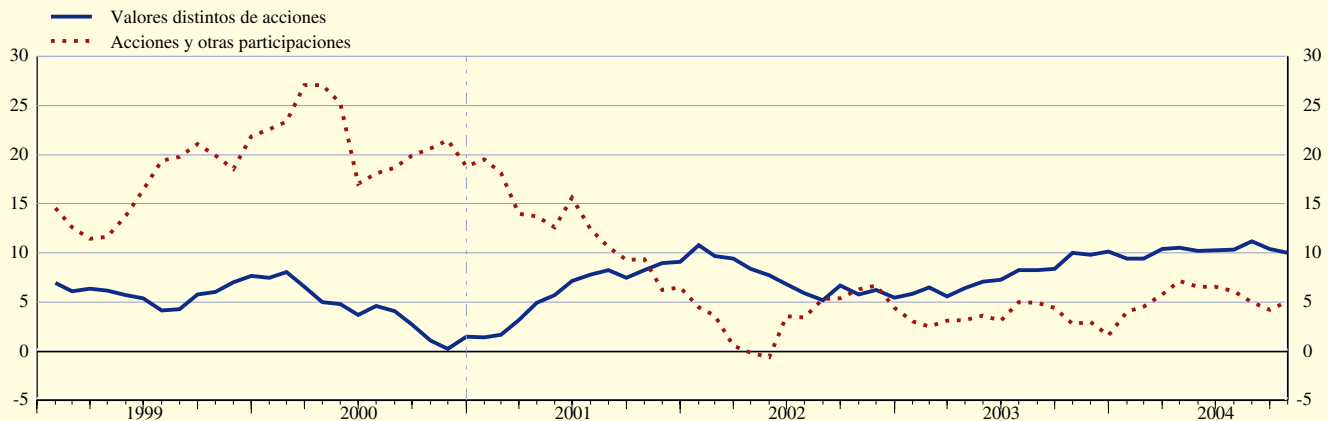
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,9	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,2	18,6	629,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 I	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,5	18,0	685,9	1.115,8	285,7	640,7	189,5
II	3.854,8	1.298,9	62,8	1.334,2	17,6	426,3	18,1	697,0	1.154,8	294,7	654,0	206,0
2004 Jul	3.900,0	1.313,8	62,5	1.330,4	17,4	429,4	17,3	729,2	1.151,3	295,2	641,6	214,5
Ago	3.918,5	1.318,6	63,3	1.332,1	16,9	429,2	17,0	741,5	1.143,8	291,0	634,5	218,2
Sep	3.915,0	1.325,1	62,5	1.339,7	15,9	425,4	17,5	728,9	1.127,0	286,8	633,3	207,0
Oct ^(p)	3.942,9	1.345,6	61,8	1.331,8	20,4	430,1	17,5	735,6	1.135,9	287,5	638,0	210,3
Operaciones												
2002	168,1	47,2	0,2	38,6	-0,6	25,9	3,5	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,3	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
II	90,9	15,2	2,0	44,9	0,0	13,8	0,1	14,9	26,1	6,2	8,4	11,5
2004 Jul	41,3	17,9	-0,9	-4,3	-0,2	0,5	-1,0	29,2	-1,2	0,8	-11,4	9,5
Ago	20,1	4,7	1,7	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-4,0	-6,8	4,3
Sep	9,7	7,9	1,3	8,8	-0,4	-4,1	1,0	-4,8	-18,7	-4,5	-2,2	-12,0
Oct ^(p)	35,8	20,2	1,2	-8,5	4,7	4,2	0,4	13,6	6,3	0,2	3,7	2,4
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,5	4,4	-0,6	3,7	-3,3	8,1	23,6	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	10,1	8,1	12,6	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 Mar	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
Jun	10,3	9,4	6,7	8,6	10,3	10,3	2,5	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 Jul	10,3	9,5	4,3	7,2	6,1	11,3	-6,9	19,1	6,1	5,3	3,9	14,4
Ago	11,2	10,0	12,7	7,6	5,1	10,2	-5,7	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
Sep	10,4	10,6	13,2	6,6	0,4	7,6	-3,1	19,9	4,2	2,8	3,1	10,1
Oct ^(p)	10,0	11,3	14,1	4,5	34,8	6,5	-1,0	20,4	5,1	2,3	4,4	11,3

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

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

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	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-0,9	-0,3	-0,5
II	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	0,7	0,2	0,5
2004 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	-0,9	-0,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Oct ^(p)	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	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
II	-8,6	-0,8	0,0	-5,0	0,0	-0,8	0,0	-2,1	0,1	-0,6	0,0	0,7
2004 Jul	0,2	-0,7	0,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	-2,3	-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	-0,2	-0,6
Sep	-0,3	0,0	-0,1	-1,1	0,0	0,4	0,0	0,5	1,8	0,3	0,7	0,7
Oct ^(p)	1,4	0,5	0,0	0,6	-0,1	0,5	-0,1	0,0	2,7	0,7	1,1	1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.363,5	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,1	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
III ^(p)	4.582,6	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.588,0	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 I	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
II	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
III ^(p)	1.764,0	46,8	53,2	35,9	1,7	3,1	9,6	687,9	52,9	47,1	29,9	1,8	1,9	9,8

2. Valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III ^(p)	3.598,3	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,5	-	-	-	-	-	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	4.296,0	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III ^(p)	4.353,9	-	-	-	-	-	8.215,2	96,5	3,5	1,6	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,5	4,7	2,3	9,3	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,6	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
II	1.322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
III ^(p)	1.317,4	51,1	48,9	30,4	3,7	2,2	9,0	648,3	40,5	59,5	41,8	2,5	4,4	7,4

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.275,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.671,7	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
2004 I	1.344,0	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.737,2	97,9	2,1	1,1	0,5	0,1	0,2
II	1.361,7	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.796,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
III ^(p)	1.387,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.798,6	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	275,5	44,9	55,1	35,1	1,2	0,6	16,2	353,8	45,8	54,2	36,0	5,9	1,1	6,4
2004 I	307,1	44,4	55,6	34,2	1,2	0,6	17,3	378,8	44,3	55,7	35,9	6,2	0,8	7,2
II	310,7	46,0	54,0	33,0	1,1	0,6	16,9	386,3	44,9	55,1	33,8	6,7	1,0	7,4
III ^(p)	321,5	47,3	52,7	32,5	1,0	0,5	16,3	407,4	44,0	56,0	32,8	7,3	0,8	8,6

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
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 ^(p)	3.365,8	245,1	1.428,5	69,2	1.359,3	1.117,3	277,5	139,7	157,8

2. Pasivo

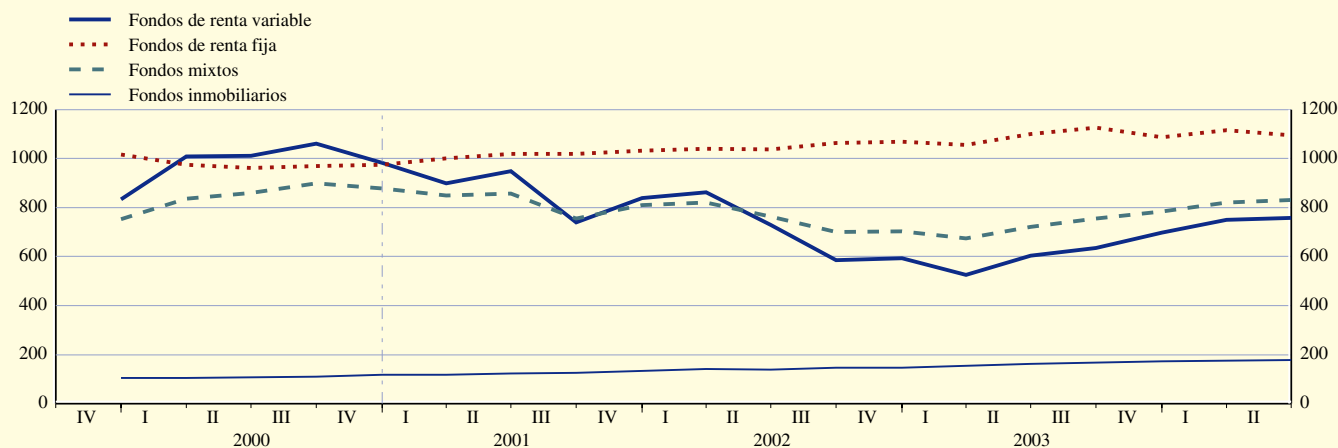
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
II ^(p)	3.365,8	50,2	3.188,6	127,1

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 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 ^(p)	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
Fondos de renta variable									
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 ^(p)	756,5	31,4	31,8	3,3	28,5	642,8	25,2	-	25,3
Fondos de renta fija									
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 ^(p)	1.094,5	79,3	909,8	36,3	873,5	33,0	21,9	-	50,5
Fondos mixtos									
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 ^(p)	830,4	52,3	340,1	22,3	317,8	279,1	115,0	0,3	43,6
Fondos inmobiliarios									
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 ^(p)	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
Fondos abiertos al público							
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 ^(p)	2.478,8	202,3	944,9	890,4	211,3	119,9	109,9
Fondos inversores especiales							
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 ^(p)	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)

	Total		Efectivo y depósitos							Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las IFM ¹⁾	Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Cesiones temporales				
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso		8			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldos vivos												
2003 I	14.469,1	5.637,8	290,7	4.948,4	1.836,2	1.572,0	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9	
II	14.968,9	5.751,6	311,9	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8	
III	15.074,8	5.756,2	322,7	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4	
IV	15.466,2	5.873,6	352,4	5.182,4	2.027,5	1.557,8	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4	
2004 I	15.648,7	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	
II	15.921,7	6.044,2	372,0	5.263,1	2.101,6	1.528,3	1.553,9	79,4	223,7	185,3	.	
Operaciones												
2003 I	156,1	42,2	3,1	-3,2	-29,3	-11,2	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2	
II	213,6	131,9	21,3	86,3	84,0	-8,5	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4	
III	133,4	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2	
IV	153,7	125,0	29,7	118,8	79,3	8,4	36,4	-5,2	-30,3	6,8	10,9	
2004 I	139,5	30,9	-1,6	-5,3	-7,4	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,6	
II	282,9	135,8	21,3	82,5	78,8	-14,5	20,1	-1,9	39,4	-7,4	.	
Tasas de crecimiento												
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	6,5	27,6	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6	
III	4,7	6,6	23,9	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5	
IV	4,5	5,6	21,2	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5	
2004 I	4,4	5,3	20,9	4,3	8,9	-1,3	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8	
II	4,7	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,5	.	

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
Saldos vivos										
2003 I	1.953,3	190,2	1.763,1	3.276,9	1.536,1	1.740,8	396,6	3.601,1	3.252,2	349,0
II	1.947,9	165,0	1.783,0	3.591,3	1.754,1	1.837,3	402,7	3.678,0	3.324,8	353,2
III	1.944,2	165,9	1.778,3	3.630,0	1.768,5	1.861,5	406,6	3.744,4	3.388,1	356,3
IV	1.932,4	177,8	1.754,7	3.868,5	1.993,6	1.874,9	404,3	3.791,7	3.432,4	359,3
2004 I	1.944,2	178,6	1.765,6	3.945,7	2.022,3	1.923,5	418,6	3.851,0	3.484,4	366,7
II	1.985,7	196,0	1.789,7	3.993,2	2.084,0	1.909,3	423,3	3.898,5	3.529,3	369,2
Operaciones										
2003 I	-23,2	-24,5	1,3	65,5	2,9	62,6	29,8	71,6	65,3	6,3
II	-40,2	-18,2	-22,0	61,5	23,7	37,8	3,6	60,4	56,1	4,3
III	11,5	0,0	11,4	50,5	33,2	17,3	2,5	58,8	55,7	3,2
IV	9,3	8,5	0,8	-25,1	-24,8	-0,3	-10,3	44,5	42,2	2,3
2004 I	15,7	0,5	15,2	24,3	-1,2	25,5	15,0	68,6	60,2	8,4
II	41,2	15,7	25,5	54,9	56,6	-1,8	-0,4	51,0	47,5	3,5
Tasas de crecimiento										
2003 I	-0,5	-17,9	1,6	2,8	0,8	5,6	11,8	6,3	6,6	3,6
II	-2,2	-16,0	-0,7	3,8	1,2	7,1	13,4	6,5	6,8	3,7
III	-3,4	-25,6	-0,7	4,6	2,2	6,9	9,1	6,6	6,9	3,4
IV	-2,2	-16,4	-0,5	4,4	2,0	6,9	8,3	6,7	6,9	4,7
2004 I	-0,2	-4,8	0,3	3,4	2,0	4,6	2,7	6,4	6,6	5,2
II	4,0	15,0	3,0	2,9	3,6	2,2	1,7	6,1	6,2	4,9

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)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 I	15.607,8	8.142,7	7.168,9	884,2	68,5	815,7	3.609,7	1.194,5	2.415,3	3.648,8	286,8	3.362,0	256,4
II	16.176,7	8.243,1	7.236,3	877,2	69,7	807,5	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
III	16.245,3	8.327,6	7.293,7	885,8	70,8	815,0	3.657,7	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
IV	16.567,1	8.468,4	7.397,1	956,4	80,6	875,8	3.660,8	1.164,7	2.496,0	3.851,2	287,4	3.563,8	266,5
2004 I	16.907,2	8.519,5	7.466,6	961,0	84,7	876,3	3.655,6	1.161,5	2.494,1	3.902,9	281,9	3.621,0	304,1
II	17.129,0	8.668,4	7.597,6	953,7	90,1	863,6	3.699,5	1.168,9	2.530,6	4.015,2	294,0	3.721,2	.
Operaciones													
2003 I	266,5	94,4	67,0	5,7	7,9	-2,2	45,5	18,7	26,8	43,3	-7,6	50,8	7,1
II	236,3	116,9	84,8	-4,6	3,2	-7,8	52,0	24,3	27,7	69,5	5,3	64,2	2,6
III	137,1	81,7	58,7	8,6	1,1	7,6	1,9	-25,9	27,8	71,2	-4,7	75,9	22,9
IV	112,6	113,7	119,2	22,3	9,9	12,5	17,7	-15,9	33,6	73,7	4,6	69,1	-1,3
2004 I	195,2	47,8	76,1	6,0	4,0	2,0	-14,0	-6,3	-7,7	55,8	-4,0	59,7	32,6
II	270,7	154,2	134,6	-8,9	5,4	-14,3	67,4	13,4	53,9	95,7	8,8	86,9	.
Tasas de crecimiento													
2003 I	4,4	4,8	4,1	-1,5	28,5	-3,4	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,4	-4,1
II	4,8	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,3	1,4	5,8	6,5	-1,5	7,3	3,6
III	5,2	5,5	4,4	2,8	33,0	0,8	4,5	1,0	6,2	7,1	-1,4	7,9	16,1
IV	4,8	5,0	4,6	3,6	36,2	1,2	3,3	0,1	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 I	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,7	1,6	-2,0	3,4	7,4	0,4	8,0	22,1
II	4,4	4,8	5,4	3,2	29,2	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,5	.

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2003 I	4.848,0	4.284,2	529,9	3.754,3	563,8	167,2	396,6	2.116,2	219,4	281,4
II	4.990,4	4.402,6	563,6	3.838,9	587,8	166,4	421,4	2.452,0	205,7	285,6
III	4.978,2	4.394,3	557,8	3.836,5	583,9	165,0	418,8	2.475,4	174,3	289,8
IV	4.898,0	4.307,9	539,1	3.768,8	590,1	164,1	426,0	2.728,6	181,7	290,4
2004 I	5.067,5	4.473,0	576,2	3.896,8	594,5	180,4	414,1	2.836,7	189,0	294,4
II	5.134,8	4.528,0	593,6	3.934,4	606,8	191,4	415,4	2.845,3	181,9	298,7
Operaciones										
2003 I	158,6	129,6	49,9	79,7	29,0	22,3	6,7	-0,2	9,5	4,2
II	101,3	85,5	33,9	51,6	15,7	-0,6	16,4	14,5	-0,6	4,2
III	44,8	42,4	-5,8	48,2	2,4	-0,9	3,3	4,0	2,4	4,2
IV	-12,9	-20,8	-18,4	-2,4	7,8	-0,8	8,7	0,4	7,4	4,1
2004 I	134,4	135,0	35,7	99,3	-0,7	16,2	-16,8	1,6	7,3	4,0
II	114,8	100,2	17,2	83,0	14,6	10,8	3,7	4,7	-7,1	4,3
Tasas de crecimiento										
2003 I	6,3	6,0	16,7	4,7	8,1	15,3	5,3	0,4	14,7	5,4
II	7,1	6,5	15,5	5,3	11,6	27,7	6,1	0,7	13,4	5,8
III	6,6	6,2	14,5	5,1	9,8	20,0	6,1	0,9	13,2	5,8
IV	6,2	5,7	12,4	4,8	10,3	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0
2004 I	5,5	5,7	8,6	5,2	4,5	8,2	2,9	1,0	7,5	5,9
II	5,6	5,8	5,1	5,9	4,1	15,2	-0,3	0,4	4,8	5,8

Fuente: BCE.

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

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

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2003 I	3.336,7	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,8	56,3	1.326,5
II	3.471,0	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,4	65,1	272,3	1.412,0	54,3	1.357,7
III	3.524,1	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	339,4	65,8	273,5	1.433,4	57,1	1.376,3
IV	3.633,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	328,0	66,7	261,3	1.461,1	58,3	1.402,9
2004 I	3.783,4	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,2	69,4	268,8	1.530,7	56,2	1.474,5
II	3.809,4	565,4	59,9	481,9	2,3	21,2	335,3	71,0	264,3	1.537,1	52,8	1.484,3
	Operaciones											
2003 I	67,4	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,3	-2,4	54,0	7,1	46,9
II	43,0	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,0
III	34,1	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	2,0	0,7	1,3	22,5	2,8	19,6
IV	60,2	10,2	1,6	8,0	0,2	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 I	93,0	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,0	2,7	7,3	42,2	-1,8	44,0
II	34,5	7,9	-4,9	13,7	0,0	-0,9	-2,8	1,6	-4,5	28,0	-3,4	31,4
	Tasas de crecimiento											
2003 I	5,9	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,4	1,4	10,0	18,9	9,6
II	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-11,9	2,6	12,0	41,9	11,1
III	6,6	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
IV	6,1	3,6	3,0	3,5	4,7	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 I	6,9	3,9	5,0	3,0	24,7	18,7	1,5	9,0	-0,2	8,7	0,1	9,1
II	6,4	4,9	-6,4	6,9	30,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,1	9,6

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos													
2003 I	973,4	409,5	563,9	60,1	111,7	3.586,1	61,0	42,7	10,9	101,5	3.412,8	2.899,0	513,7	
II	1.070,0	471,9	598,1	64,5	113,7	3.692,6	60,6	44,8	11,1	134,3	3.486,6	2.966,3	520,3	
III	1.103,4	489,4	614,0	60,8	115,1	3.757,5	62,7	44,3	11,7	133,5	3.549,7	3.024,6	525,1	
IV	1.186,1	540,9	645,2	64,5	116,4	3.812,4	51,9	35,4	12,1	153,8	3.594,5	3.065,1	529,4	
2004 I	1.238,3	557,5	680,7	63,9	119,7	3.879,1	61,6	46,3	12,2	153,7	3.651,5	3.111,3	540,3	
II	1.251,1	555,1	696,0	65,0	120,5	3.930,2	69,6	53,7	12,7	154,2	3.693,6	3.150,3	543,3	
	Operaciones													
2003 I	7,0	-4,0	11,0	2,1	2,6	83,7	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,4	60,1	9,3	
II	15,3	4,0	11,4	4,7	2,0	62,2	-0,3	2,3	0,2	4,5	57,8	51,2	6,6	
III	14,5	4,9	9,6	-4,2	1,4	58,0	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,5	50,8	4,7	
IV	22,7	7,0	15,8	4,3	1,4	32,8	-10,8	-8,9	0,5	3,9	39,2	35,5	3,8	
2004 I	23,2	2,0	21,2	-0,7	3,2	76,8	9,6	10,7	0,0	0,7	66,5	54,6	11,8	
II	0,6	-8,5	9,1	0,1	0,9	53,5	7,6	7,0	0,4	-0,9	46,4	42,3	4,1	
	Tasas de crecimiento													
2003 I	3,0	-0,3	6,3	19,6	6,2	5,9	7,6	8,5	0,6	-0,1	6,4	6,8	3,9	
II	3,5	-0,4	7,0	23,2	5,9	6,0	0,9	4,6	1,2	1,8	6,4	6,9	4,0	
III	4,9	0,1	8,6	18,5	4,8	6,4	6,7	9,5	7,9	3,2	6,6	7,1	3,6	
IV	5,8	2,6	8,4	12,1	6,9	6,8	13,0	12,9	11,1	6,7	6,7	7,0	4,8	
2004 I	7,8	4,3	10,3	6,9	7,2	6,4	0,9	8,6	11,3	8,9	6,4	6,6	5,2	
II	5,7	1,1	9,3	-0,7	6,1	6,0	14,1	18,8	13,2	2,7	6,0	6,2	4,7	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,6	1.137,7	-797,1	10,1	0,0	1.938,7	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,2
1998	411,4	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,6	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,8	1.290,5	-863,7	21,8	0,2	3.113,5	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,6
2000	485,6	1.389,8	-913,1	25,6	-16,7	2.911,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,5
2001	459,8	1.441,9	-973,6	-10,5	2,0	2.600,5	-0,5	577,2	449,0	733,0	605,8	248,8	-12,9
2002	390,6	1.428,4	-1.021,6	-17,3	1,1	2.309,0	0,9	653,7	279,4	636,5	467,0	220,8	50,7
2003	392,1	1.440,1	-1.053,7	5,3	0,5	2.409,6	1,7	665,0	417,6	588,5	454,1	240,5	42,1

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.574,3	668,9	489,9	634,3	525,2	256,0
2002	466,8	1.478,5	-1.021,6	9,9	2.232,8	571,8	442,0	619,1	376,3	223,6
2003	420,6	1.469,3	-1.053,7	5,0	2.381,1	670,1	510,4	544,3	413,4	243,0

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	641,9	101,6	44,6	169,2	235,4	91,3	590,5	766,2	99,7	355,5	299,6
2002	172,1	757,6	-580,8	517,6	32,5	-55,7	174,3	253,7	108,8	633,2	580,9	21,0	353,3	191,4
2003	157,7	745,6	-597,1	358,6	66,3	-57,9	110,8	191,4	75,2	644,7	441,1	55,0	176,8	196,2

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	165,1	376,0	-211,5	429,2	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,7	388,0	-216,2	446,4	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,2	417,6	-231,5	474,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,7	438,3	-241,6	434,9	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,2	14,2
2001	184,5	446,3	-259,0	415,5	180,7	82,7	45,8	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,1	14,2
2002	162,5	454,4	-279,4	481,3	221,0	83,1	-2,1	211,3	430,6	671,7	213,2	211,0	4.711,4	14,3
2003	166,0	462,0	-290,7	533,2	226,6	16,6	80,6	229,8	437,1	694,1	262,2	259,9	4.853,8	14,3

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

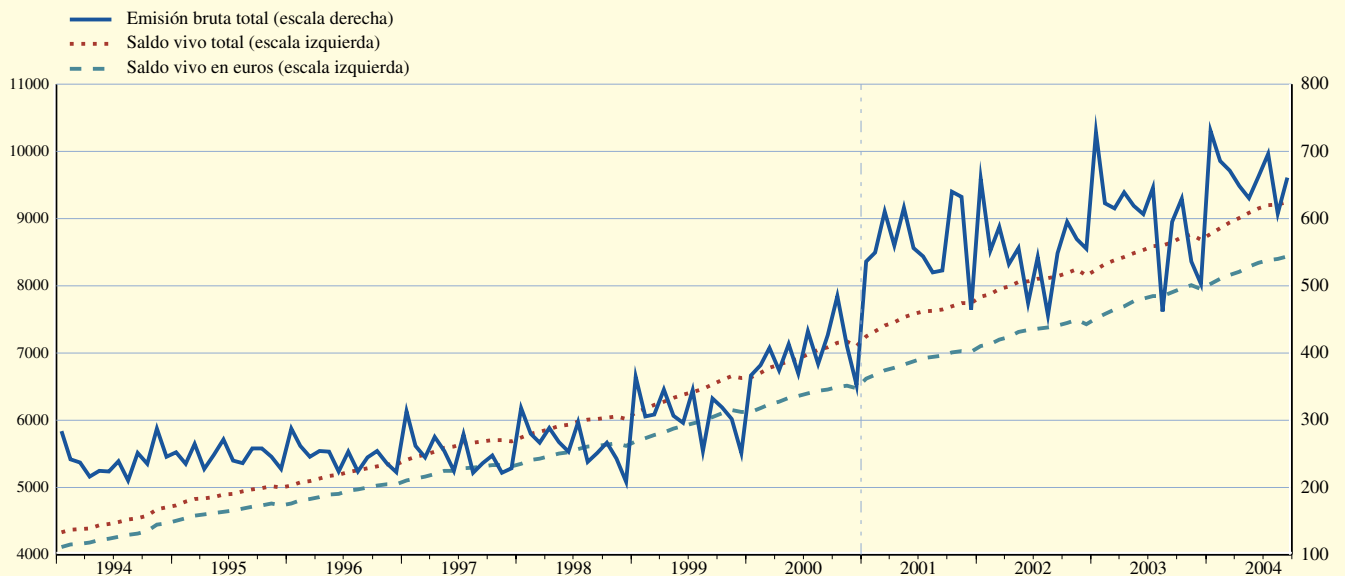
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2003 Sep	9.101,1	615,6	524,5	91,1	8.645,4	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
Oct	9.158,7	635,5	578,8	56,7	8.719,3	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
Nov	9.226,2	556,0	491,2	64,8	8.757,5	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
Dic	9.191,0	520,5	551,9	-31,5	8.683,1	502,5	555,6	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,4
2004 Ene	9.262,7	738,2	664,1	74,1	8.775,3	730,5	643,5	87,0	91,5	94,2	94,7	78,6
Feb	9.339,7	698,9	622,2	76,7	8.852,4	686,0	605,1	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
Mar	9.448,6	716,8	607,5	109,3	8.938,4	671,8	595,5	76,3	91,3	92,7	95,3	55,4
Abr	9.474,7	648,6	624,3	24,3	9.006,1	648,5	586,9	61,6	91,2	93,2	95,0	47,0
May	9.574,6	649,1	549,5	99,6	9.088,8	630,8	543,5	87,3	91,2	93,9	94,9	76,6
Jun	9.681,3	709,6	601,7	107,8	9.154,2	662,8	597,5	65,3	91,2	94,3	94,7	59,0
Jul	9.701,8	707,8	685,5	22,3	9.197,5	696,0	653,1	42,9	91,1	93,9	94,6	36,3
Ago	9.735,5	623,3	588,9	34,4	9.213,7	608,0	588,5	19,5	91,1	94,6	94,8	17,7
Sep	9.847,8	723,8	611,6	112,2	9.248,2	660,6	616,7	43,9	91,3	94,8	94,4	43,9
Largo plazo												
2003 Sep	8.230,4	179,8	102,5	77,3	7.785,6	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
Oct	8.285,3	179,2	125,5	53,7	7.838,3	168,3	120,4	47,8	91,3	91,7	94,0	41,1
Nov	8.336,8	143,4	93,3	50,1	7.874,6	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
Dic	8.331,4	119,3	119,5	-0,2	7.851,1	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,3
2004 Ene	8.389,9	195,5	136,4	59,2	7.899,6	178,1	137,9	40,3	91,6	92,8	90,9	40,1
Feb	8.476,2	193,9	108,7	85,3	7.983,2	183,1	98,3	84,9	91,7	92,2	87,9	82,5
Mar	8.538,6	213,1	149,8	63,3	8.049,3	189,1	131,5	57,6	91,4	86,7	94,1	40,3
Abr	8.580,1	163,6	123,8	39,7	8.100,1	155,4	110,2	45,3	91,2	88,5	94,6	33,3
May	8.682,0	174,6	72,1	102,6	8.184,5	156,6	67,7	88,9	91,3	89,3	90,8	78,3
Jun	8.766,7	203,1	120,5	82,6	8.255,2	179,9	112,7	67,1	91,3	92,9	92,3	63,1
Jul	8.803,3	190,5	152,4	38,1	8.292,4	174,5	138,3	36,2	91,2	91,3	93,7	29,8
Ago	8.833,3	90,9	60,5	30,4	8.311,7	79,8	58,4	21,4	91,2	86,5	91,5	15,6
Sep	8.928,6	192,9	98,9	94,0	8.362,8	159,0	101,6	57,4	91,3	91,2	88,8	54,8

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

(mm de euros)



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

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

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

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

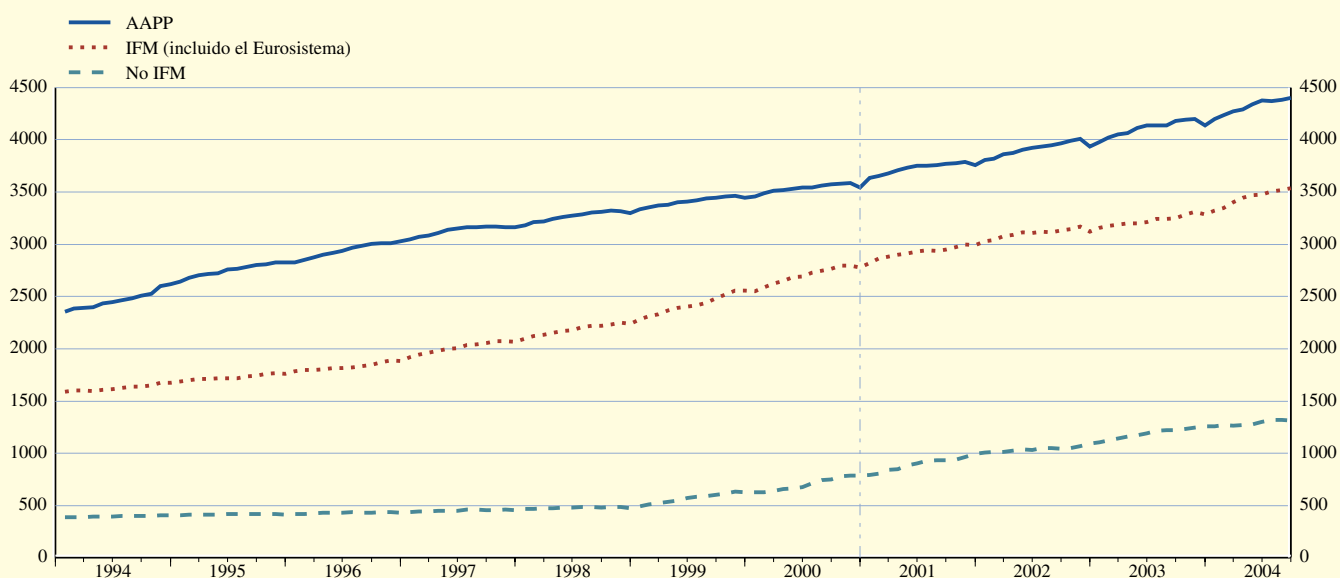
1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Sep	8.645,4	3.247,0	649,1	570,5	3.969,5	209,2	91,4	85,5	86,2	87,8	97,4	95,5
Oct	8.719,3	3.288,7	660,5	576,0	3.981,3	212,8	91,3	85,3	86,5	87,6	97,4	95,5
Nov	8.757,5	3.310,8	668,3	577,3	3.983,9	217,3	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
Dic	8.683,1	3.287,5	682,7	575,8	3.918,8	218,2	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,4
2004 Ene	8.775,3	3.319,6	683,8	575,2	3.974,7	221,9	91,5	85,4	87,6	87,7	97,6	95,5
Feb	8.852,4	3.347,2	692,5	578,5	4.006,2	228,1	91,6	85,6	88,0	87,6	97,6	95,6
Mar	8.938,4	3.403,0	687,0	576,0	4.041,4	230,9	91,3	85,2	87,7	87,4	97,4	95,5
Abr	9.006,1	3.443,0	693,3	578,2	4.059,6	232,1	91,2	84,9	87,8	87,3	97,4	95,4
May	9.088,8	3.469,4	693,0	586,5	4.106,3	233,7	91,2	84,8	88,0	87,3	97,5	95,6
Jun	9.154,2	3.477,0	714,2	589,5	4.135,1	238,3	91,2	84,7	88,5	87,1	97,4	95,5
Jul	9.197,5	3.508,0	724,5	596,9	4.131,0	237,1	91,1	84,6	88,6	86,8	97,5	95,5
Ago	9.213,7	3.515,5	726,0	592,4	4.141,3	238,5	91,1	84,6	88,8	86,9	97,5	95,5
Sep	9.248,2	3.534,4	728,0	585,1	4.159,7	241,0	91,3	84,7	89,2	87,0	97,6	95,7
Largo plazo												
2003 Sep	7.785,6	2.890,3	641,0	472,6	3.576,1	205,7	91,4	85,9	86,1	86,4	97,2	95,7
Oct	7.838,3	2.922,8	652,3	475,9	3.577,8	209,4	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
Nov	7.874,6	2.937,3	659,9	479,8	3.583,8	213,9	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
Dic	7.851,1	2.927,4	673,6	483,5	3.551,9	214,8	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 Ene	7.899,6	2.941,8	675,2	478,7	3.586,0	217,9	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
Feb	7.983,2	2.977,3	684,3	481,6	3.616,5	223,6	91,7	86,0	87,8	86,3	97,5	95,7
Mar	8.049,3	3.028,9	679,1	475,5	3.638,8	227,0	91,4	85,7	87,6	85,8	97,3	95,7
Abr	8.100,1	3.059,4	685,0	471,1	3.657,1	227,6	91,2	85,4	87,7	85,5	97,3	95,6
May	8.184,5	3.091,4	684,9	478,3	3.700,9	229,0	91,3	85,2	87,9	85,6	97,4	95,7
Jun	8.255,2	3.098,9	706,0	483,4	3.733,6	233,4	91,3	85,2	88,4	85,4	97,3	95,8
Jul	8.292,4	3.122,9	716,2	491,8	3.729,6	231,9	91,2	85,0	88,5	85,1	97,4	95,8
Ago	8.311,7	3.133,0	717,0	488,5	3.739,9	233,2	91,2	84,9	88,7	85,1	97,4	95,8
Sep	8.362,8	3.164,6	719,1	488,2	3.754,8	236,1	91,3	85,0	89,1	85,3	97,5	95,9

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

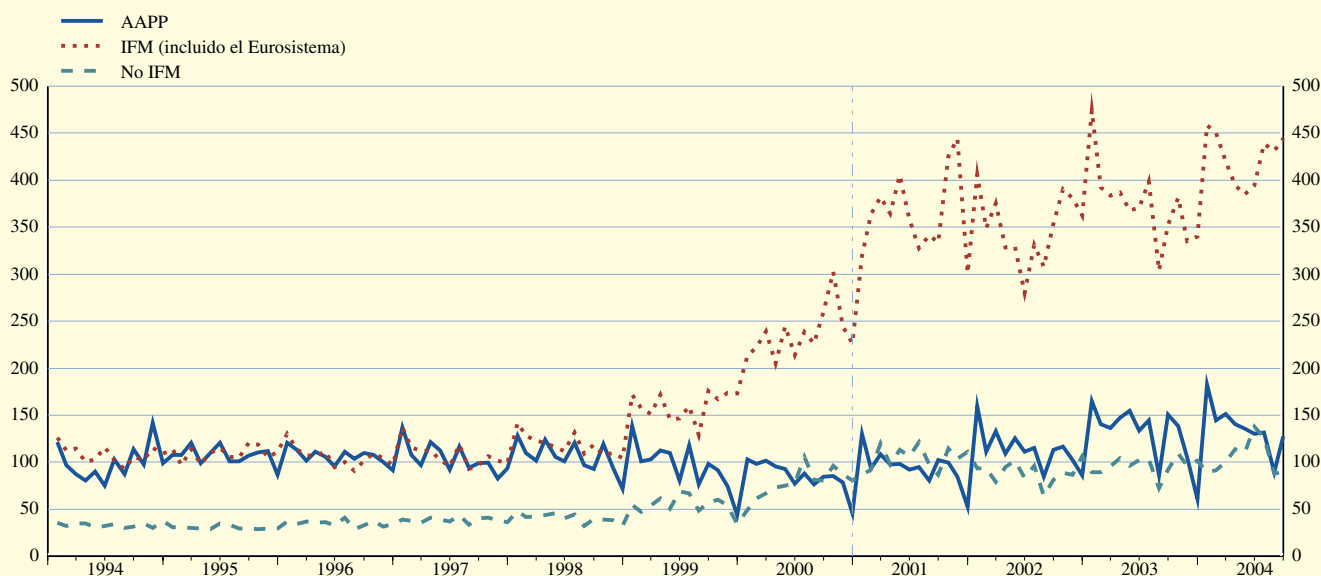
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 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	630,8	384,5	10,0	100,7	130,5	5,2	93,9	91,8	89,3	97,1	98,0	97,9
Jun	662,8	394,3	33,5	104,4	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
Jul	696,0	438,6	24,5	101,6	127,5	3,9	93,9	92,6	92,3	94,9	98,0	92,1
Ago	608,0	430,9	10,7	77,1	85,3	4,0	94,6	93,7	87,5	97,2	97,9	98,4
Sep	660,6	443,9	14,1	75,0	120,3	7,4	94,8	93,4	90,9	98,1	98,4	97,5
Largo plazo												
2003 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	156,6	68,1	6,8	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,6	85,3	98,8	99,6
Jun	179,9	66,7	29,8	14,5	63,5	5,5	92,9	88,2	98,0	82,1	97,4	99,1
Jul	174,5	71,4	20,8	17,9	62,9	1,4	91,3	85,9	93,2	85,4	98,3	100,0
Ago	79,8	40,7	6,9	2,2	28,5	1,5	86,5	79,0	83,5	79,4	98,0	95,8
Sep	159,0	82,2	11,8	4,3	55,8	4,8	91,2	85,2	90,6	91,5	99,5	99,6

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

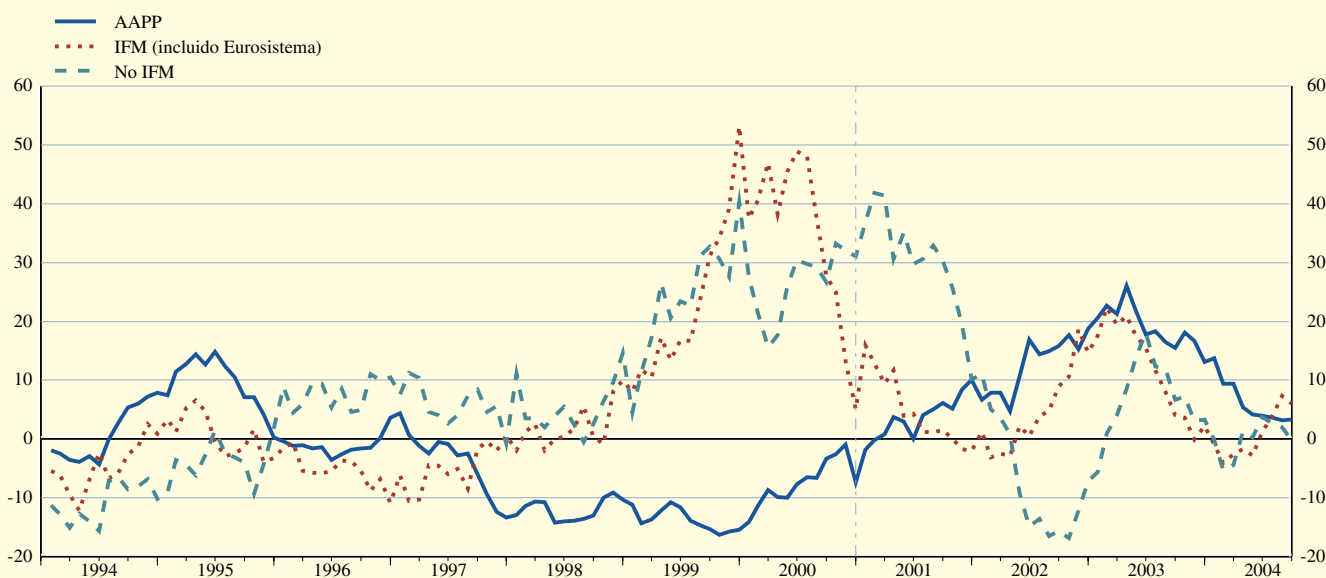
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación)



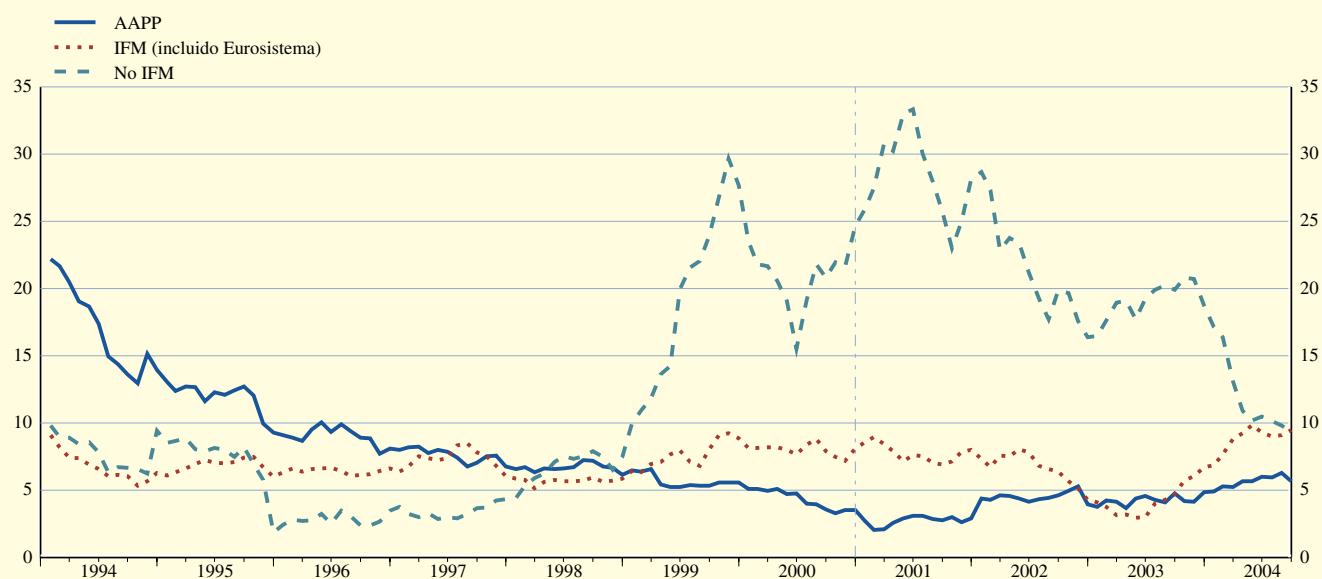
Fuente: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Administración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Administración Central	Otras AAPP	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
En todas las monedas													
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	19,9	28,6	9,8	4,7	3,8	23,5	2003 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	22,0	Oct
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,5	6,0	20,7	28,2	11,8	4,1	3,2	23,6	Nov
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,5	6,7	18,7	23,7	12,5	4,8	3,9	22,9	Dic
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	17,1	23,3	9,4	4,9	4,0	21,7	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	21,1	Feb
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,6	116,1	8,8	13,1	19,0	5,6	5,2	4,4	20,9	Mar
2,0	5,4	5,2	21,7	7,7	116,7	9,2	10,9	16,9	3,3	5,7	5,0	18,6	Abr
0,8	4,2	4,1	17,4	7,8	118,0	9,8	10,2	15,7	3,2	5,6	5,0	17,7	May
4,7	4,0	3,8	23,3	7,9	119,0	9,3	10,5	16,3	2,9	6,0	5,4	17,3	Jun
3,5	3,6	3,4	19,0	7,7	119,5	9,0	10,2	14,4	4,5	6,0	5,4	15,9	Jul
2,1	3,2	2,9	37,0	7,8	119,8	9,1	9,8	14,5	3,7	6,3	5,7	16,5	Ago
-1,0	3,3	2,9	40,2	7,6	120,7	9,5	9,3	12,9	4,5	5,7	5,1	14,9	Sep
En euros													
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	24,0	35,4	11,4	4,5	3,7	22,0	2003 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	21,3	Oct
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,6	112,5	4,3	24,7	34,7	13,2	4,0	3,1	23,0	Nov
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,5	5,0	21,6	27,9	13,7	4,7	3,9	21,8	Dic
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,6	27,4	10,0	4,9	4,1	20,9	2004 Ene
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,4	6,5	19,1	26,9	9,4	5,4	4,6	20,4	Feb
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,3	115,0	7,5	15,1	23,1	5,1	5,3	4,5	20,0	Mar
2,0	5,1	5,0	17,5	7,3	115,5	7,8	12,5	20,5	2,5	5,6	5,0	18,2	Abr
0,6	4,1	4,0	19,9	7,3	116,8	8,1	11,9	19,5	2,5	5,7	5,0	17,4	May
5,0	3,7	3,6	18,9	7,4	117,7	7,8	11,9	20,1	1,4	6,1	5,4	17,1	Jun
3,4	3,5	3,4	14,6	7,4	118,2	7,5	11,8	18,6	3,0	6,1	5,6	16,0	Jul
2,8	3,0	2,7	33,1	7,5	118,5	7,6	11,3	18,5	2,0	6,4	5,9	16,6	Ago
0,2	3,2	2,9	37,7	7,3	119,3	8,2	10,5	16,3	2,8	5,8	5,3	15,1	Sep

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



Fuente: BCE.

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

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

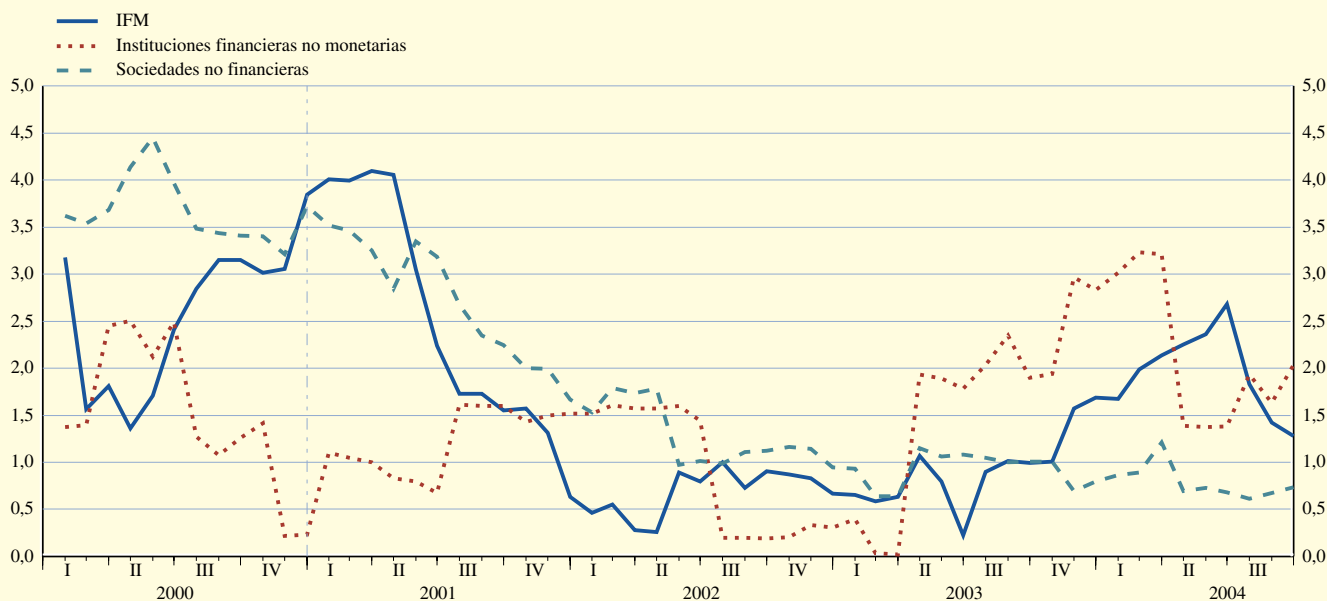
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 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	2.758,0	0,7
Sep	3.761,7	102,7	0,9	579,6	1,3	362,3	2,0	2.819,8	0,7

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

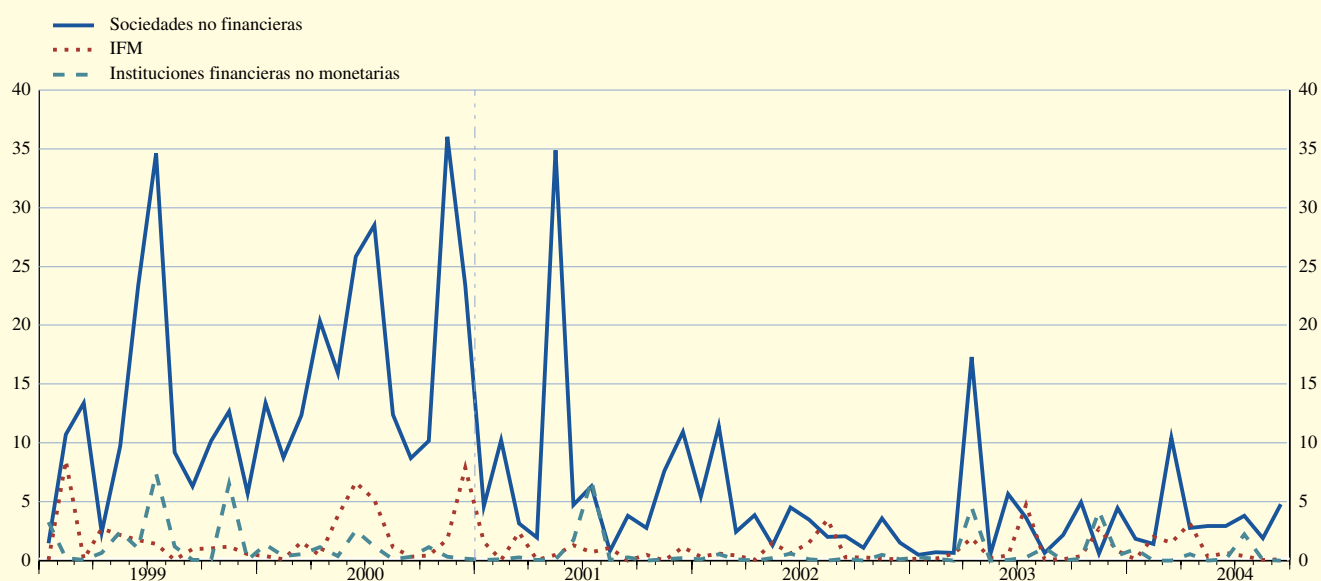
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Oct	0,69	1,88	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,99	2,23	3,89	1,99
Nov	0,70	1,88	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,69	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,44	3,34	1,99
2004 Ene	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95
Feb	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
Mar	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,59	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
May	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
Ago	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
Sep	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación de tipo y hasta 1 año		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 Oct	9,71	7,21	6,91	8,10	7,98	3,61	4,01	4,87	4,78	4,36	4,04	5,09	5,20
Nov	9,64	7,58	6,78	7,96	7,89	3,59	4,09	4,93	4,84	4,39	4,15	5,24	5,17
Dic	9,69	7,64	6,54	7,66	7,69	3,62	4,18	5,01	4,89	4,41	3,86	4,98	5,08
2004 Ene	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18
Feb	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
Mar	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
Abr	9,73	7,35	6,65	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
May	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Jun	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,81	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Jul	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Ago	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,86	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sep	9,61	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,07	4,76	4,66	4,23	3,90	4,98	5,00

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		1	2	3	4	5	6	7
2003 Oct	5,46	4,13	4,80	4,81	3,07	3,25	4,33
Nov	5,41	4,08	4,93	4,72	3,01	3,29	4,24
Dic	5,58	4,03	4,79	4,85	3,12	3,41	4,29
2004 Ene	5,67	4,01	4,88	4,87	3,02	3,39	4,29
Feb	5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
Mar	5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
Abr	5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
May	5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Jun	5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Jul	5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Ago	5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
Sep	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45

Fuente: BCE.

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

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

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

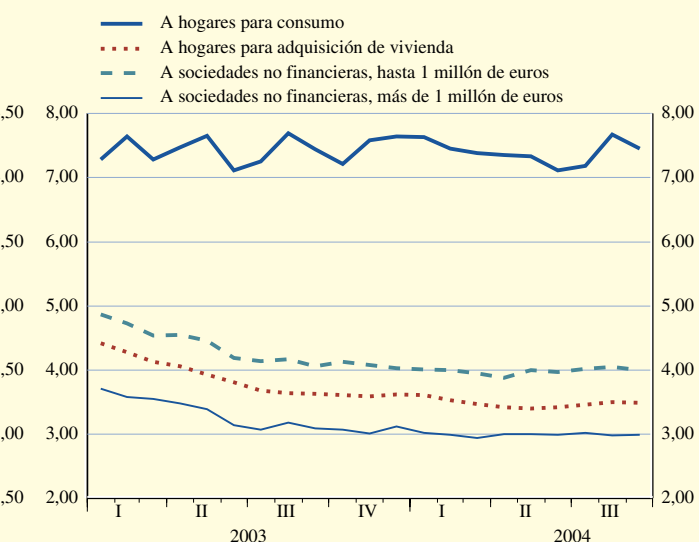
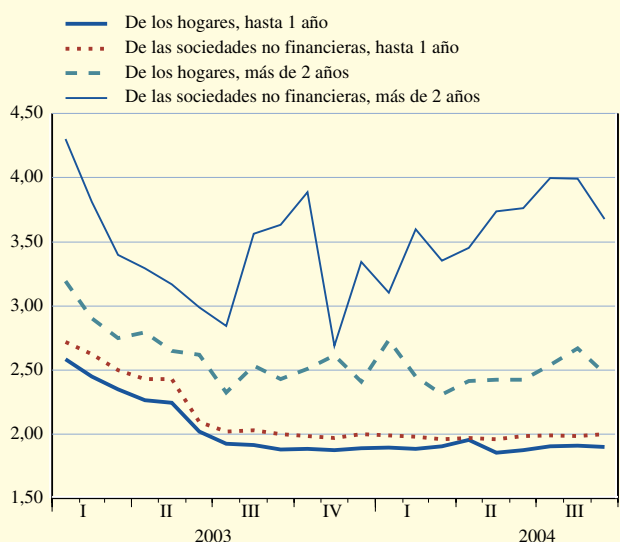
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2003 Oct	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	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	1,88	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
Sep	0,72	1,89	3,22	2,00	2,52	0,90	2,13	3,97	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 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	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
Ago	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
Sep	4,82	4,58	4,90	8,06	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52

C20 Nuevos depósitos a plazo
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

C21 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

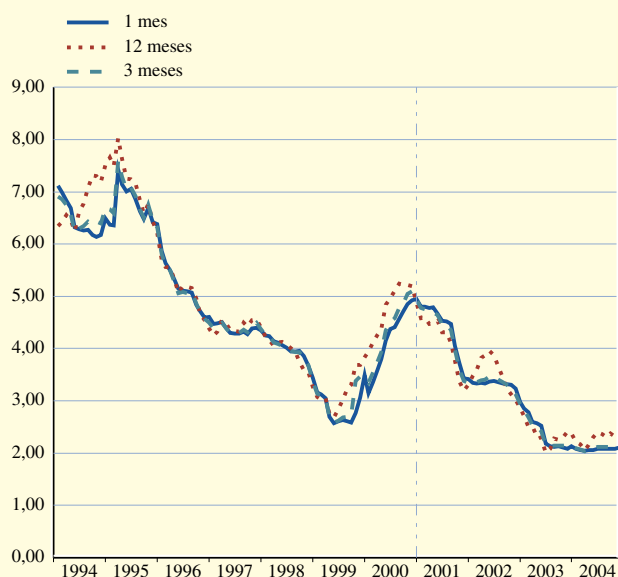
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,08	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2003 III	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 I	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
II	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
III	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
2003 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
Nov	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05

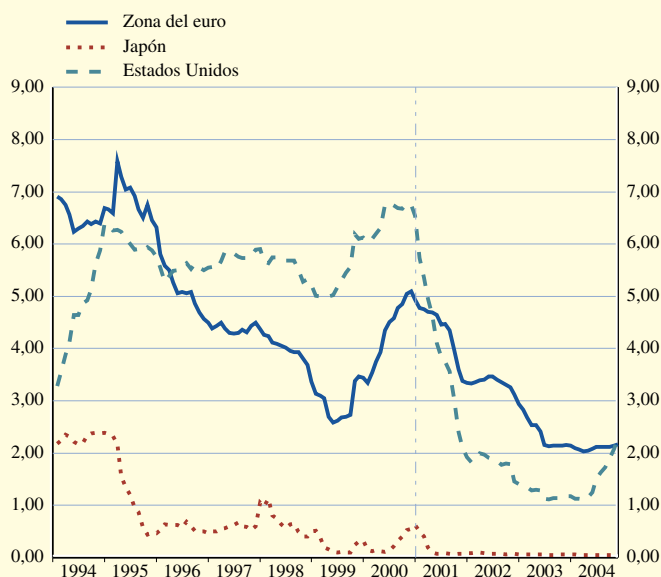
C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C23 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

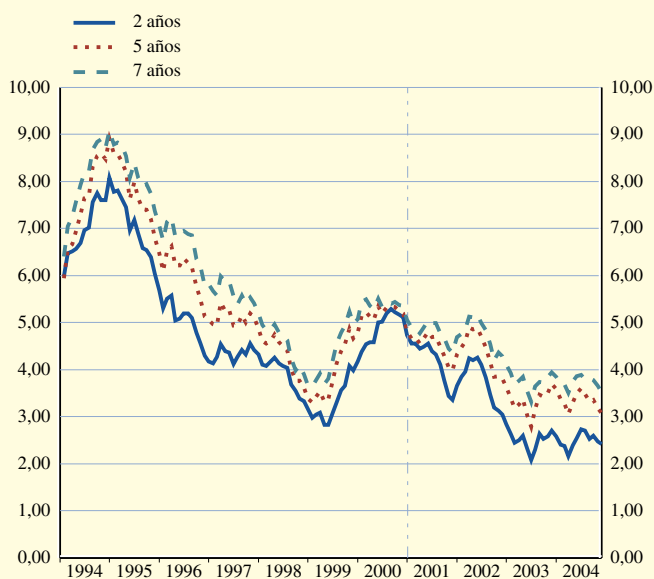
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

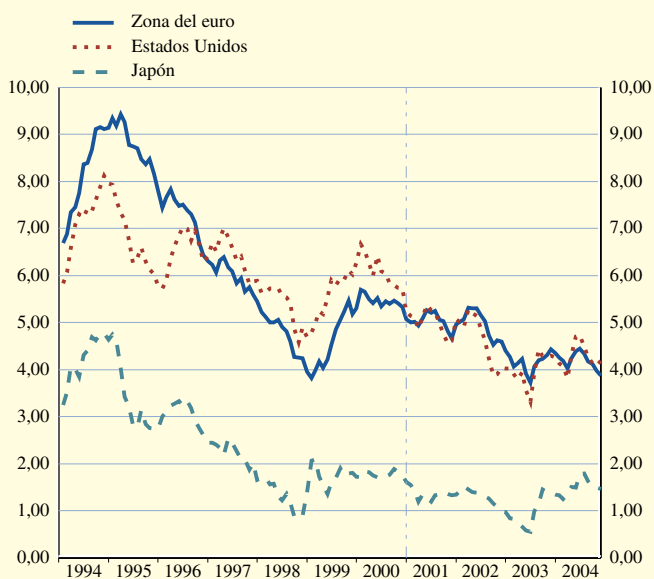
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2003 III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
II	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
III	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
2003 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
Nov	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46

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



C25 Rendimientos de la deuda pública a diez años (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

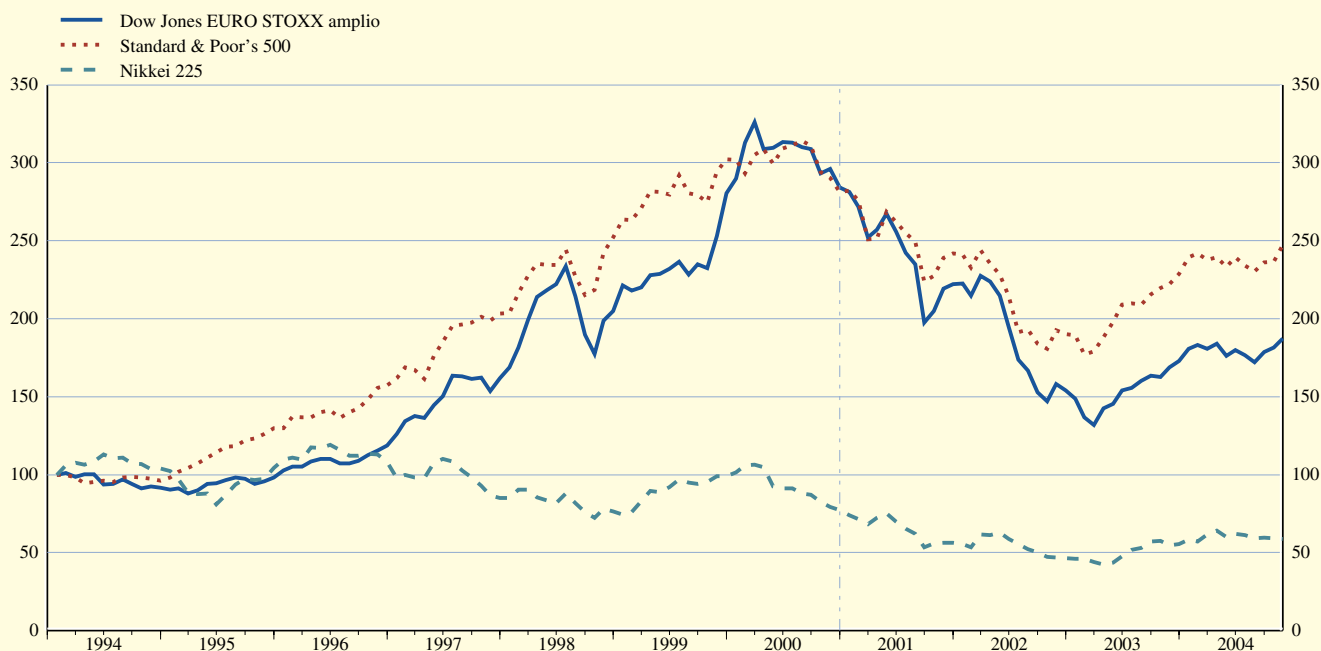
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
Nov	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5

C26 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

	Total				Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2003 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	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
2004 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	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Oct	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
Nov ³⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2003 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	2,8	-2,6	2,5	5,3
2004 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	3,3	-1,5	2,0	0,8	6,4	2,5	1,9	2,7	-2,8	2,5	5,2
Oct	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,8	-2,5	2,4	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 ¹⁾	Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)		
	Industria, excluida construcción									Construcción ³⁾			Industria manufacturera	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		Total			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5	89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,5	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	16,4	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	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	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	2,4	2,5	28,8	20,9	29,3
III	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,3	0,8	1,4	5,8	.	3,5	26,9	11,9	33,3
2004 Jun	105,5	2,4	2,0	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	2,3	4,2	0,8	1,5	0,7	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
Ago	106,4	3,1	2,5	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,4	-	3,5	25,5	11,0	34,1
Sep	106,6	3,3	2,5	5,0	0,9	1,1	0,8	1,1	7,0	-	3,8	30,5	6,9	35,0
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,1	3,7	39,4
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	21,0	0,4	34,5

3. Costes laborales por hora⁵⁾

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

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 12 y 13), Thomson Financial Datastream (columna 14), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios¹⁾								
2000	100,0	1,4	0,8	-0,3	1,7	0,3	3,7	1,6
2001	102,6	2,6	2,4	2,7	3,9	0,8	3,3	2,8
2002	104,8	2,2	-0,2	0,8	2,6	1,8	3,7	2,5
2003	106,9	2,0	4,1	1,1	3,8	1,7	1,9	2,5
2003 II	107,1	2,5	6,1	2,4	3,7	2,2	2,4	2,5
III	107,2	2,2	5,8	1,7	4,0	1,2	1,1	3,4
IV	107,1	1,5	3,3	0,2	3,7	2,0	1,8	1,6
2004 I	107,1	0,9	-4,4	0,4	2,6	0,6	1,4	1,6
II	107,5	0,3	-5,2	-2,4	1,2	-0,5	1,1	2,1
Compensación por empleado								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,8	2,4	2,8
2001	102,8	2,8	1,9	2,6	3,0	2,7	2,4	3,0
2002	105,4	2,5	2,8	2,4	2,8	2,7	2,0	2,8
2003	107,9	2,4	2,4	3,2	3,4	1,9	1,7	2,4
2003 II	107,7	2,5	4,1	3,3	4,0	2,4	2,2	2,0
III	108,3	2,5	1,8	3,2	3,7	1,4	1,3	3,3
IV	108,5	2,1	2,0	3,1	3,3	1,4	1,6	2,1
2004 I	109,2	2,0	-1,8	3,7	2,8	0,9	1,2	2,3
II	109,8	2,0	-0,7	2,9	1,6	0,5	1,2	3,2
Productividad del trabajo²⁾								
2000	100,0	1,3	1,2	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,9	1,9	-0,8	0,2
2002	100,5	0,3	3,1	1,6	0,2	0,9	-1,6	0,3
2003	100,9	0,4	-1,6	2,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,1
2003 II	100,5	0,0	-1,8	0,9	0,2	0,2	-0,2	-0,5
III	101,0	0,2	-3,8	1,5	-0,3	0,2	0,2	-0,1
IV	101,3	0,6	-1,3	2,9	-0,4	-0,5	-0,2	0,4
2004 I	102,0	1,2	2,7	3,3	0,2	0,3	-0,2	0,7
II	102,2	1,7	4,8	5,4	0,4	1,0	0,1	1,0

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2000	6.580,8	6.521,5	3.767,7	1.309,1	1.418,6	26,1	59,3	2.440,5	2.381,1
2001	6.847,3	6.730,0	3.926,7	1.372,7	1.441,3	-10,7	117,3	2.555,3	2.438,1
2002	7.082,5	6.896,0	4.040,4	1.444,9	1.428,1	-17,5	186,5	2.594,7	2.408,1
2003	7.265,4	7.105,0	4.160,0	1.500,5	1.439,5	5,0	160,4	2.584,9	2.424,5
2003 III	1.824,1	1.775,1	1.043,4	379,3	359,5	-7,0	49,0	650,9	601,9
IV	1.838,4	1.796,2	1.048,4	378,7	364,8	4,3	42,2	653,9	611,7
2004 I	1.858,8	1.812,4	1.060,0	381,3	367,1	4,0	46,4	664,4	618,0
II	1.879,6	1.832,0	1.067,2	386,4	371,9	6,5	47,6	691,4	643,8
III	1.895,5	1.860,8	1.076,2	392,0	376,4	16,3	34,7	702,8	668,2
	<i>en porcentaje del PIB</i>								
2003	100,0	97,8	57,3	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
	Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2003 III	0,5	0,0	0,3	0,6	0,3	-	-	2,6	1,3
IV	0,4	1,0	0,0	0,5	1,0	-	-	0,3	2,0
2004 I	0,7	0,2	0,6	0,1	-0,3	-	-	1,5	0,5
II	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	-	-	3,1	2,8
III	0,3	1,1	0,2	0,8	0,6	-	-	1,2	3,2
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2000	3,5	3,0	2,8	2,3	4,9	-	-	12,2	11,1
2001	1,6	0,9	1,9	2,4	-0,4	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,9	0,5
2003	0,5	1,2	1,0	1,6	-0,5	-	-	0,2	1,9
2003 III	0,4	0,8	0,8	1,6	-0,2	-	-	0,2	1,3
IV	0,8	1,5	0,5	1,5	0,3	-	-	0,3	2,1
2004 I	1,4	1,2	1,0	1,7	0,8	-	-	3,6	3,1
II	2,1	1,6	1,1	1,7	1,3	-	-	7,6	6,7
III	1,8	2,7	1,0	1,9	1,6	-	-	6,1	8,7
	<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	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2003 III	0,4	0,8	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,4	-	-
IV	0,8	1,4	0,3	0,3	0,1	0,8	-0,7	-	-
2004 I	1,4	1,1	0,5	0,3	0,2	0,1	0,3	-	-
II	2,1	1,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	-	-
III	1,8	2,6	0,6	0,4	0,3	1,3	-0,8	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.082,1	145,4	1.366,6	337,0	1.278,2	1.648,0	1.306,8	203,1	701,9
2001	6.344,6	150,8	1.405,0	351,5	1.348,3	1.722,6	1.366,4	211,9	714,6
2002	6.565,2	148,6	1.429,7	363,8	1.389,2	1.799,0	1.434,9	222,5	739,8
2003	6.732,4	151,7	1.434,9	374,6	1.419,0	1.871,1	1.481,1	229,9	762,9
2003 III	1.692,7	38,2	358,8	94,0	356,9	470,7	374,0	57,8	189,2
IV	1.701,7	38,7	361,8	95,3	358,0	474,6	373,2	57,5	194,2
2004 I	1.720,9	38,5	366,0	96,7	361,6	480,3	377,8	57,8	195,7
II	1.743,3	38,2	372,7	98,7	365,3	486,3	382,1	58,6	194,8
III	1.756,9	37,7	376,6	98,6	367,1	491,0	385,9	58,4	197,0
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2003	100,0	2,3	21,3	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 III	0,6	-0,9	0,9	-0,2	0,7	0,6	0,4	0,4	0,2
IV	0,3	1,4	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,6	0,8
2004 I	0,7	3,0	1,0	0,3	0,8	0,5	0,3	-0,4	0,1
II	0,7	0,0	1,1	0,4	0,7	0,8	0,4	0,8	-1,7
III	0,2	0,9	0,2	-0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	1,5
<i>tasas de variación interanual</i>									
2000	3,8	-0,3	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,2	1,7
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,4	3,0	1,6	4,7	0,3
2002	0,9	0,8	0,1	-0,6	1,2	0,8	2,2	0,3	-0,2
2003	0,5	-3,9	0,0	-0,6	0,7	1,1	1,0	1,3	0,7
2003 III	0,5	-5,7	-0,6	-0,4	1,0	1,3	0,9	1,5	0,3
IV	0,7	-2,6	0,8	-0,4	0,5	1,1	1,1	0,0	0,8
2004 I	1,3	1,5	1,2	0,3	1,5	1,4	1,2	-0,1	1,9
II	2,3	3,5	3,6	0,5	2,2	2,0	1,5	0,2	-0,7
III	1,9	5,4	2,9	0,0	1,7	1,5	1,4	0,0	0,7
<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	0,3	0,2	0,4	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
2003 III	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	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	0,4	0,3	-	-
II	2,3	0,1	0,8	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
III	1,9	0,1	0,6	0,0	0,4	0,4	0,3	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción							Construcción	Industria manufacturera	
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía					Energía				
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero		No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,9	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	0,2	-0,7	1,8	0,4	-2,0	0,8	1,4	0,8	0,3
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,2	0,7	-0,8
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,5	-4,3	0,2	3,0	-0,1	0,0
2003 IV	1,4	101,2	1,4	1,4	1,4	1,9	0,0	-1,4	0,2	2,8	0,5	1,4
2004 I	1,4	101,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,5	1,1	0,4	2,1	1,4	0,9
II	3,1	102,4	3,0	3,1	2,7	4,8	1,5	3,1	1,2	2,7	-0,9	3,3
III	.	102,6	2,5	2,6	3,1	4,6	0,4	-0,9	0,6	1,9	.	2,8
2004 Abr	1,8	102,0	1,8	1,8	1,9	2,5	0,9	2,6	0,6	2,2	-1,8	1,9
May	3,6	102,6	3,8	3,9	3,2	5,6	2,4	5,2	1,9	3,7	-1,1	4,1
Jun	4,0	102,5	3,4	3,5	3,0	6,2	1,2	1,6	1,2	2,3	0,2	3,8
Jul	.	102,7	2,4	2,5	3,5	3,7	0,0	0,5	-0,1	0,9	.	2,6
Ago	.	102,2	1,7	1,9	2,1	4,4	0,5	-1,1	0,7	1,0	.	2,2
Sep	.	103,0	3,3	3,1	3,5	5,7	0,6	-2,0	1,1	3,9	.	3,3
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Abr	0,2	-	0,4	0,5	1,3	0,9	0,1	0,5	0,1	-1,7	-0,4	0,5
May	0,5	-	0,5	0,6	0,0	1,1	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,6
Jun	0,2	-	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,2	1,2	-0,1
Jul	.	-	0,3	0,4	1,0	0,2	0,2	1,0	0,1	-0,7	.	0,3
Ago	.	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,4	-2,7	0,0	0,9	.	-0,6
Sep	.	-	0,8	0,7	0,5	1,1	0,1	0,2	0,0	0,0	.	0,6

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total [(d. miles) ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	100,2	12,2	100,0	10,8	4,1	100,0	2,1	1,9	2,0	1,0	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,5	102,1	1,9	4,0	101,7	1,7	1,7	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	98,0	-0,6	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,5	0,6	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,1	912	-1,5
2003 IV	101,5	4,2	101,8	0,5	1,5	101,9	-0,1	0,2	-0,3	-3,5	0,3	922	-2,5
2004 I	101,5	4,9	103,9	2,5	1,1	102,4	0,5	0,4	0,4	-1,9	2,1	912	0,9
II	107,7	11,8	106,0	6,3	1,1	102,3	0,0	-0,4	0,3	-0,4	2,3	926	3,0
III	105,8	7,8	106,3	5,5	1,1	102,1	0,2	-0,3	0,5	0,8	1,9	901	-3,5
2004 May	112,1	16,4	102,7	3,4	0,4	101,0	-1,6	-1,8	-1,5	-3,4	1,1	923	4,1
Jun	106,1	12,7	108,5	11,2	1,6	102,9	1,2	0,8	1,6	1,3	3,6	926	0,7
Jul	105,5	5,3	106,0	2,3	1,3	102,6	0,6	0,5	0,8	1,1	2,3	909	-1,8
Ago	104,9	10,8	105,0	9,2	1,7	101,8	0,0	-1,6	1,0	1,8	1,8	871	-9,4
Sep	106,9	8,1	108,0	6,0	0,9	102,0	0,0	0,2	-0,1	-0,4	1,7	925	-0,6
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	3,9
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2004 May	-	6,7	-	-3,8	-0,8	-	-1,9	-1,5	-1,7	-4,0	-1,0	-	-0,5
Jun	-	-5,4	-	5,6	1,2	-	1,9	1,5	2,0	4,1	1,5	-	0,3
Jul	-	-0,5	-	-2,3	-0,3	-	-0,3	0,3	-0,6	-0,1	-0,6	-	-1,9
Ago	-	-0,6	-	-0,9	0,0	-	-0,8	-1,1	-0,7	-1,9	-0,6	-	-4,1
Sep	-	1,8	-	2,9	-0,1	-	0,1	0,7	0,0	-1,1	0,6	-	6,2
Oct	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	3,1

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

1) En el año 2000.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	114,1	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 III	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
IV	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,8	-7	-21	10	11	80,7	-14	-4	-13	30	-9
II	100,0	-5	-16	8	10	81,1	-15	-3	-15	32	-8
III	100,6	-4	-12	8	9	81,6	-14	-4	-13	29	-8
2004 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	-3	-11	7	10	81,7	-14	-4	-13	29	-8
Nov	100,8	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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	-7	-13	14	7	12	7	12	17
Nov	-13	-19	-7	-9	-15	12	-1	10	5	8	18

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 trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,6	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,428	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,275	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,980	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,144	0,1	0,1	0,2	-2,2	-2,0	-0,1	0,5	1,2	1,0
2003 II	134,057	0,1	0,1	0,1	-2,7	-2,0	0,2	0,4	1,0	1,3
III	134,088	0,2	0,1	0,3	-1,9	-2,0	-0,1	0,9	1,1	0,9
IV	134,184	0,2	0,1	0,6	-1,2	-2,0	-0,2	1,1	1,2	0,6
2004 I	134,259	0,2	0,1	0,4	-1,2	-2,1	0,1	1,1	1,3	0,5
II	134,538	0,3	0,2	0,9	-1,0	-1,6	0,3	1,1	1,7	0,4
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2003 II	0,122	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
III	0,031	0,0	-0,1	0,5	0,0	-0,5	-0,4	0,4	0,4	-0,1
IV	0,096	0,1	0,0	0,3	0,0	-0,6	-0,1	0,2	0,6	0,2
2004 I	0,075	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-0,4	0,2	0,2	0,4	0,1
II	0,279	0,2	0,1	0,6	-0,3	-0,2	0,4	0,3	0,5	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		50,2		49,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,608	8,4	8,881	7,3	2,727	16,7	5,499	7,0	6,109	10,4
2001	11,084	8,0	8,539	7,0	2,546	15,8	5,338	6,7	5,746	9,7
2002	11,806	8,4	9,181	7,4	2,626	16,4	5,841	7,3	5,966	9,9
2003	12,534	8,9	9,797	7,8	2,737	17,2	6,292	7,9	6,243	10,2
2003 III	12,578	8,9	9,840	7,8	2,738	17,3	6,314	7,9	6,264	10,2
IV	12,599	8,9	9,878	7,8	2,721	17,3	6,324	7,9	6,275	10,2
2004 I	12,610	8,9	9,876	7,8	2,734	17,4	6,322	7,9	6,288	10,2
II	12,676	8,9	9,932	7,9	2,744	17,4	6,358	7,9	6,318	10,2
III	12,708	8,9	9,961	7,9	2,748	17,4	6,376	7,9	6,332	10,2
2004 May	12,670	8,9	9,930	7,9	2,739	17,4	6,356	7,9	6,314	10,2
June	12,687	8,9	9,945	7,9	2,742	17,4	6,363	7,9	6,324	10,2
July	12,691	8,9	9,954	7,9	2,737	17,4	6,364	7,9	6,327	10,2
Aug.	12,717	8,9	9,965	7,9	2,752	17,5	6,379	7,9	6,338	10,2
Sep.	12,717	8,9	9,963	7,9	2,755	17,5	6,385	7,9	6,332	10,2
Oct.	12,681	8,9	9,933	7,9	2,748	17,4	6,371	7,9	6,310	10,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 1 de la sección 5.3) y Eurostat (cuadro 2 de la sección 5.3).

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

2) En el año 2003.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	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 ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	52,0	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 ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	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	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

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

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

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

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,1% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	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	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	38,8	20,6	7,3	10,8	31,9

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	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	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
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	15,6	26,4	28,8	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 deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
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	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,4	-0,1	3,0
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	0,8	0,7	0,5	2,3

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾											Otros ¹¹⁾	
		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 ¹⁰⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	0,1	1,1	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,2	-2,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,2	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	-0,1	0,4

Fuente: BCE.

- Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.
- Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Excluye derivados financieros.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
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	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
IV	51,3	50,8	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 I	43,0	42,5	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	42,2	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	41,9
III	44,4	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	43,8	43,3	11,1	12,9	15,9	1,9	0,6	0,5	0,3	40,2
IV	51,0	50,0	13,5	14,8	16,7	3,2	0,7	1,1	0,3	45,3
2004 I	42,2	41,8	9,8	13,1	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,9
II	45,7	45,1	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales		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	4,7
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	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	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	42,5	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	43,6	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	3,8	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	47,6	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	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	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	27,4	23,8	1,5	4,8	3,2	1,5	-1,5	1,8
2004 I	46,6	43,3	10,4	4,2	3,4	25,2	22,0	1,0	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,0
II	47,3	44,0	10,6	4,6	3,3	25,5	22,2	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	-11,0	73,4	-0,3	-32,6	-51,5	6,5	-4,6	-45,5	-118,1	66,1	-0,8	-10,5	17,8	50,1
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2003 III	11,5	36,9	4,4	-10,0	-19,8	2,7	14,2	-12,6	-22,1	-60,3	-4,5	72,3	2,0	-1,6
IV	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
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
III	5,8	24,8	4,8	-6,0	-17,8	3,8	9,6	2,8	6,1	15,1	-2,7	-19,6	3,8	-12,4
2003 Sep	5,7	10,9	1,8	0,2	-7,2	0,2	5,9	-5,0	-10,3	12,8	0,4	-7,9	-0,1	-0,9
Oct	7,0	13,1	1,8	-4,4	-3,5	1,2	8,2	3,4	-4,3	34,9	1,8	-29,8	0,8	-11,5
Nov	2,8	8,3	0,8	0,0	-6,4	1,2	4,0	11,7	4,6	1,8	0,6	-0,8	5,5	-15,7
Dic	6,1	8,4	2,4	-1,9	-2,8	5,1	11,2	-22,6	-8,9	-27,4	-6,2	12,6	7,3	11,4
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	3,3	6,0	1,4	1,1	-5,2	1,6	4,9	6,3	9,3	6,3	-5,0	-8,3	3,9	-11,2
Sep	-0,3	4,9	1,7	-0,6	-6,3	1,1	0,7	8,5	5,3	39,6	3,2	-38,8	-0,7	-9,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Sep	44,0	116,0	18,7	-36,7	-54,0	18,9	62,9	-28,6	-45,4	42,3	-0,5	-48,9	23,9	-34,4

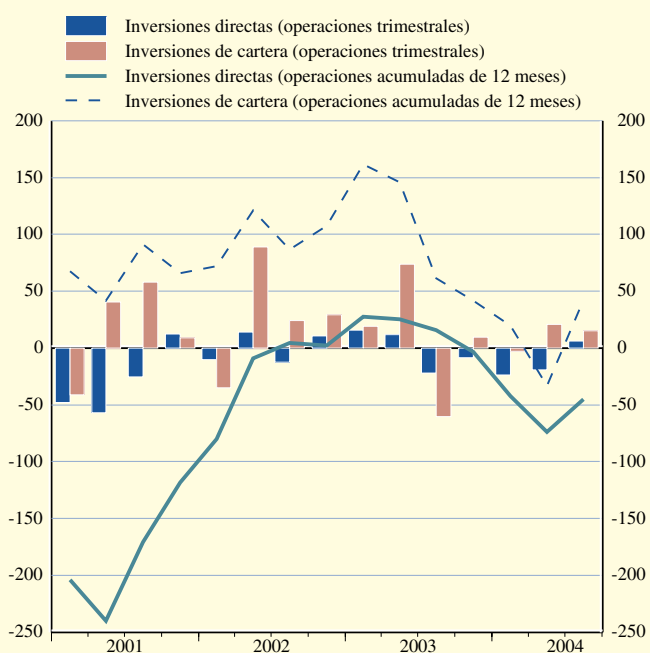
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

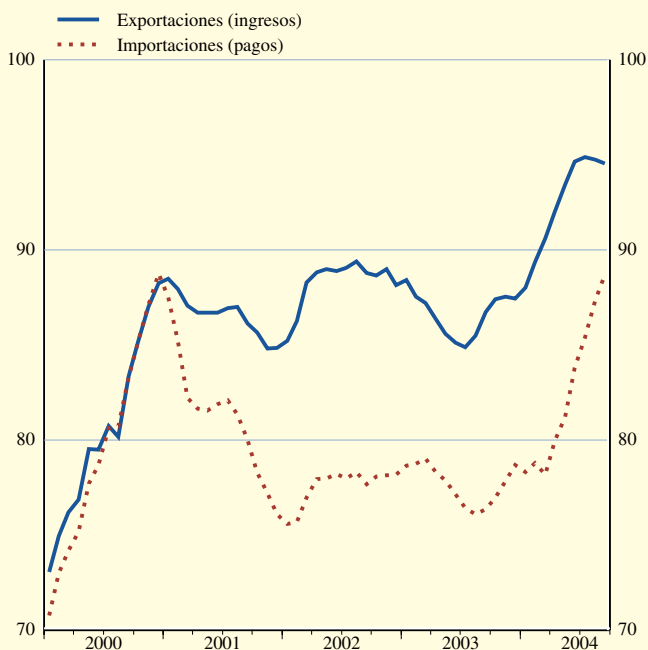
2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos 1	Pagos 2	Neto 3	Ingresos 4	Pagos 5	Ingresos 6	Pagos 7	Ingresos 8	Pagos 9	Ingresos 10	Pagos 11
2003 III	418,8	413,5	5,3	260,2	229,1	81,3	78,2	58,0	68,6	19,3	37,5
IV	422,4	412,0	10,3	262,4	236,1	83,2	78,1	55,8	66,2	20,9	31,6
2004 I	435,4	418,9	16,5	271,8	234,5	84,0	79,6	59,4	68,7	20,2	36,0
II	451,2	435,2	15,9	283,9	251,4	86,8	80,7	59,9	70,6	20,5	32,5
III	445,8	448,1	-2,3	283,7	266,1	84,2	80,7	58,4	65,7	19,5	35,6
2003 Sep	139,7	136,6	3,1	87,6	77,1	27,1	25,9	18,7	21,2	6,2	12,4
Oct	139,9	133,8	6,1	87,7	77,6	27,8	26,1	18,1	22,1	6,3	7,9
Nov	141,0	139,3	1,6	87,2	78,9	28,0	27,0	18,9	21,2	6,8	12,2
Dic	141,5	138,9	2,6	87,4	79,6	27,5	25,0	18,8	22,8	7,9	11,4
2004 Ene	142,5	137,6	4,9	89,4	76,5	27,2	25,8	19,1	23,2	6,9	12,1
Feb	146,7	141,8	4,9	91,4	80,3	29,3	27,5	19,8	22,1	6,3	11,9
Mar	146,1	139,5	6,6	91,1	77,7	27,6	26,3	20,5	23,5	6,9	12,1
Abr	149,7	141,9	7,7	93,6	81,9	28,3	26,6	21,1	24,2	6,6	9,2
May	150,8	145,6	5,2	95,6	84,0	29,6	26,9	18,8	23,0	6,8	11,7
Jun	150,7	147,7	3,0	94,7	85,5	28,8	27,1	20,0	23,4	7,2	11,6
Jul	147,0	146,5	0,4	94,4	86,7	27,0	26,5	19,5	21,6	6,2	11,8
Ago	150,1	149,6	0,5	95,1	89,9	28,3	26,2	19,6	21,3	7,0	12,2
Sep	148,8	152,0	-3,2	94,1	89,5	29,0	28,0	19,3	22,8	6,4	11,7

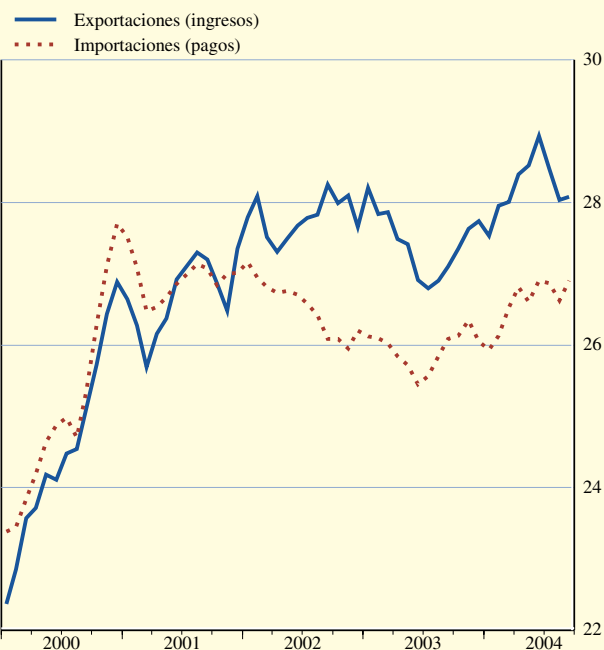
C29 Bienes

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



C30 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

3. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente										Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	1.706,5	1.717,6	-11,0	1.034,8	961,4	322,2	322,5	270,7	303,3	78,8	130,3	17,4	10,9
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.677,5	1.655,7	21,8	1.040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2003 III	415,9	404,4	11,5	258,0	221,2	87,3	82,9	55,3	65,3	15,2	35,0	4,1	1,5
IV	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	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
III	442,2	436,4	5,8	280,9	256,1	90,2	85,4	55,7	61,7	15,4	33,2	5,2	1,4
2003 Sep	140,7	135,1	5,7	89,6	78,7	28,0	26,2	18,4	18,3	4,7	11,9	0,7	0,5
Oct	148,6	141,7	7,0	97,6	84,5	29,3	27,5	17,4	21,8	4,4	7,9	1,6	0,4
Nov	135,3	132,5	2,8	87,0	78,6	26,1	25,3	16,5	16,5	5,7	12,1	1,8	0,6
Dic	150,4	144,2	6,1	87,5	79,1	29,6	27,2	24,0	25,9	9,2	12,0	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	139,2	135,9	3,3	86,3	80,3	29,6	28,2	17,6	16,5	5,7	10,8	2,0	0,4
Sep	149,8	150,2	-0,3	96,2	91,3	30,0	28,3	18,9	19,4	4,8	11,1	1,6	0,5

4. Cuenta de rentas

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas					
					Ingresos	Pagos	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones	
							Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	270,7	303,3	14,7	6,0	256,0	297,3	53,8	48,8	43,4	38,8	10,4	10,1
2002	239,6	278,1	14,8	6,2	224,8	271,9	55,4	55,8	47,2	48,7	8,2	7,1
2003	227,6	272,5	14,7	6,2	212,9	266,2	59,5	63,0	48,9	53,4	10,6	9,7
2003 II	61,4	78,7	3,6	1,6	57,8	77,0	18,0	19,1	14,9	16,4	3,1	2,7
III	55,3	65,3	3,7	1,7	51,6	63,6	14,1	16,2	11,7	14,4	2,4	1,8
IV	57,9	64,2	3,9	1,6	54,1	62,6	16,8	16,2	13,7	13,0	3,1	3,2
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						
13	14	15	16	17	18	19	20					
2001	85,1	117,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5				
2002	86,0	122,7	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4				
2003	83,7	127,2	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0				
2003 II	2,1	38,0	6,2	21,4	15,7	16,6	17,9	19,9				
III	21,4	30,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6				
IV	21,4	26,9	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6				
2004 I	21,6	30,8	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6				
II	2,4	43,6	8,5	25,8	15,9	17,8	15,1	17,3				

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	-311,9	-232,9	-20,0	-213,0	-79,0	-0,1	-78,8	193,8	134,9	4,0	131,0	58,8	0,9	58,0
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2003 III	-36,1	-37,0	-1,4	-35,5	0,9	-0,1	1,0	14,0	16,3	0,0	16,3	-2,3	-0,4	-1,9
IV	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
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
III	-6,3	-17,2	-0,4	-16,8	11,0	0,0	10,9	12,4	10,2	0,5	9,8	2,1	-0,1	2,2
2003 Sep	-17,3	-16,7	-0,1	-16,6	-0,6	0,0	-0,6	7,0	11,7	0,3	11,4	-4,7	0,1	-4,8
Oct	-11,6	-6,5	1,8	-8,3	-5,1	0,0	-5,1	7,2	10,4	0,2	10,3	-3,2	0,3	-3,5
Nov	0,7	4,1	-1,4	5,4	-3,3	0,1	-3,4	3,8	5,7	0,4	5,3	-1,9	0,1	-2,0
Dic	-20,8	-16,9	1,1	-18,0	-3,8	0,1	-3,9	11,8	17,9	-0,1	18,0	-6,1	0,1	-6,2
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	9,6	-5,9	0,2	-6,2	15,5	0,0	15,5	-0,3	-1,6	0,1	-1,8	1,3	0,0	1,3
Sep	-4,1	-1,6	-0,9	-0,7	-2,5	0,0	-2,5	9,5	6,3	0,2	6,1	3,2	0,0	3,2

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	-283,8	349,9	-101,6	232,5	-182,2	-156,5	-25,8	117,4	113,3	4,1
2002	-177,4	284,7	-39,0	85,5	-138,4	-89,0	-49,4	199,1	157,2	41,9
2003	-277,0	318,6	-67,6	117,5	-209,4	-179,5	-29,9	201,1	188,7	12,4
2003 III	-66,1	5,8	-18,6	27,3	-47,5	-43,1	-4,4	-21,4	-9,9	-11,6
IV	-64,0	73,4	-25,5	45,5	-38,5	-26,5	-12,0	27,9	33,4	-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
III	-61,7	76,8	0,6	33,2	-62,3	-41,0	-21,3	43,6	50,8	-7,2
2003 Sep	-18,8	31,6	-3,6	11,0	-15,2	-8,6	-6,6	20,6	13,0	7,6
Oct	-32,7	67,6	-14,7	22,4	-18,0	-11,9	-6,1	45,2	26,7	18,5
Nov	-21,2	23,0	-3,6	11,1	-17,5	-15,8	-1,7	11,8	12,5	-0,6
Dic	-10,2	-17,2	-7,2	12,0	-3,0	1,2	-4,2	-29,2	-5,7	-23,5
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	-30,8	37,1	-10,7	15,6	-20,1	-14,1	-6,0	21,4	13,0	8,4
Sep	2,8	36,7	14,3	8,9	-11,5	-14,4	2,9	27,9	39,2	-11,4

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,6	-1,2	-88,4	-2,4	-40,7	17,3	-0,1	17,3
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	-26,6	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	-70,1	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	-18,5
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	-51,8	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	-131,8	0,2	-41,3	11,2	0,4	10,8
2003 III	-0,1	-6,2	-12,3	-0,8	-11,5	-1,4	-8,4	-33,3	-0,4	-32,9	0,1	-1,0	-3,6	-0,1	-3,5
IV	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	-21,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	-18,5	-0,2	-13,1	1,3	1,3	0,0
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
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
III	0,0	-2,8	3,5	.	.	0,6	-26,6	-15,0	.	.	-0,1	-12,8	-8,4	.	.
2003 Sep	0,0	-3,1	-0,5	-	-	-0,7	-3,0	-4,9	-	-	-0,1	-1,6	-4,9	-	-
Oct	0,0	-4,7	-10,0	-	-	-0,4	-1,6	-9,9	-	-	-0,1	-4,1	-2,0	-	-
Nov	0,0	1,4	-5,0	-	-	0,0	-8,4	-7,4	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
Dic	0,0	-0,3	-6,9	-	-	0,0	2,8	-1,6	-	-	0,0	-6,4	2,3	-	-
2004 Ene	0,0	-3,4	-6,8	-	-	0,0	-13,0	-6,3	-	-	0,1	-15,5	-2,3	-	-
Feb	0,1	-3,1	-6,7	-	-	0,0	-1,6	-1,4	-	-	-0,2	-5,5	-0,4	-	-
Mar	0,0	0,5	-11,4	-	-	-0,4	-11,6	-12,5	-	-	0,0	10,4	-1,1	-	-
Abr	0,0	-1,0	2,5	-	-	0,2	-2,8	-7,0	-	-	0,0	-15,3	-2,8	-	-
May	0,0	-1,8	0,5	-	-	0,2	-7,4	-8,6	-	-	-0,2	2,6	1,8	-	-
Jun	0,0	-9,7	-6,7	-	-	0,0	1,4	-7,5	-	-	0,3	5,5	3,1	-	-
Jul	0,0	-9,0	6,0	-	-	-0,3	-13,1	1,0	-	-	0,3	-18,3	-0,3	-	-
Ago	0,0	-4,2	-6,4	-	-	0,3	-14,0	-0,5	-	-	-0,1	-2,5	-3,4	-	-
Sep	0,0	10,4	3,9	-	-	0,6	0,5	-15,5	-	-	-0,2	7,9	-4,8	-	-

8. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
															Efectivo y depósitos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2001	-268,6	258,1	0,2	4,4	3,0	-	-0,4	-229,3	233,0	-47,0	22,8	-182,3	210,2	-42,5	-	21,1
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0
2003 III	90,5	-18,2	0,3	5,8	-0,3	-	5,3	88,2	-8,0	-11,9	10,6	100,1	-18,6	2,3	-	-21,4
IV	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4
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
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
III	-21,2	1,6	-1,2	3,1	0,0	-0,4	2,5	-24,2	7,4	-3,1	-0,2	-21,1	7,5	4,2	2,9	-11,4
2003 Sep	-33,4	25,5	-0,2	1,8	1,7	-	2,7	-25,4	19,2	-4,1	5,6	-21,3	13,6	-9,5	-	1,9
Oct	-52,6	22,9	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,6	25,6	-5,8	-2,1	-34,8	27,7	-12,9	-	-1,6
Nov	-36,8	36,0	0,4	-2,8	1,2	-	1,5	-34,6	28,0	-5,9	10,0	-28,7	18,0	-3,8	-	9,4
Dic	10,4	2,2	-0,9	1,3	0,8	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,7	-9,9	6,6	-	4,6
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
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
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
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
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
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
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
Ago	-35,3	27,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	-32,0	18,8	-5,2	3,4	-26,8	15,5	-2,8	0,0	8,1
Sep	-43,4	4,6	-0,7	1,4	0,8	0,6	2,9	-39,8	1,1	-4,7	3,0	-35,1	-1,9	-3,7	-2,1	-0,7

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

9. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	0,2	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-7,9	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,2	0,0	-0,1	0,6	-	-	-0,9	0,0	-4,1	0,3
2003 II	0,2	0,0	4,8	0,0	0,0	-1,4	-	-	-0,3	0,0	3,7	0,2
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	3,1	-	-	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/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7
2003 II	-103,5	1,8	28,8	-1,6	0,4	-17,1	-	-	-5,2	-0,9	-4,6	5,4
III	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8
IV	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-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 monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 II	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,6	0,3	0,0	0,0
III	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
IV	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-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.

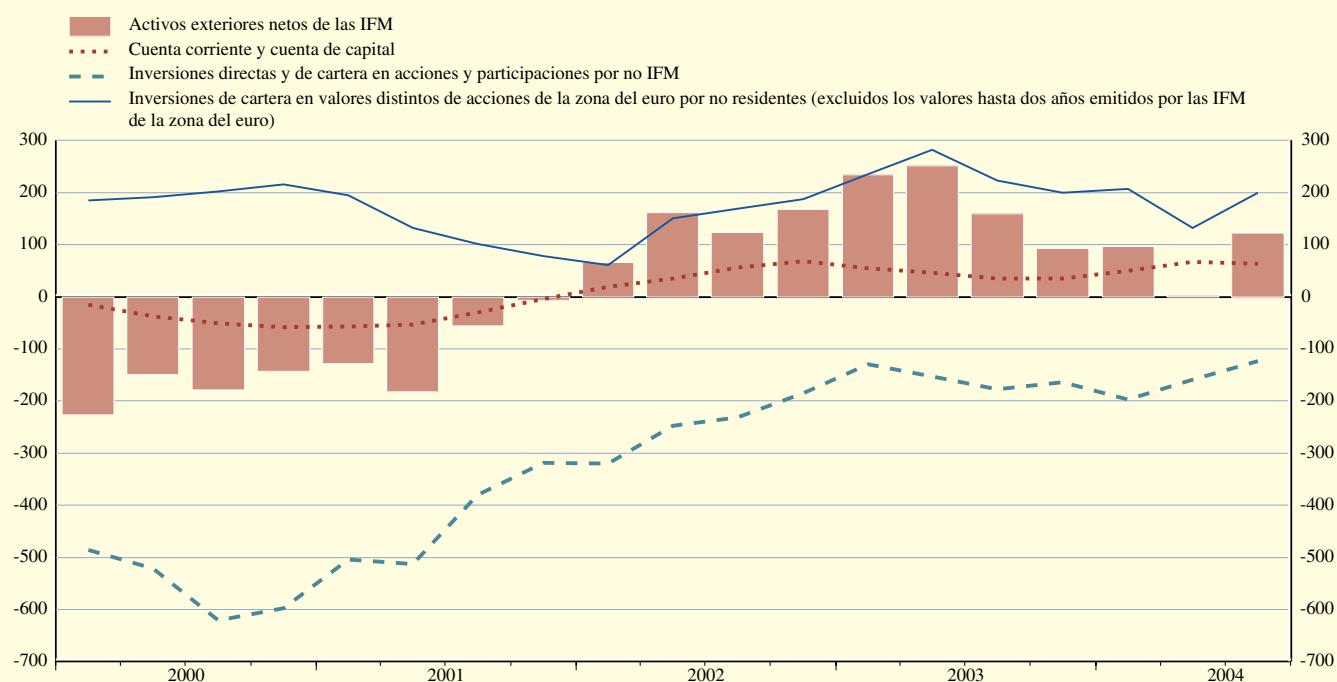
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones ¹⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-4,6	-291,8	192,9	-177,6	172,2	78,6	-39,5	20,6	-0,8	50,1	0,2	-6,8
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	187,9	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	153,2	168,5
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,7	200,1	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	81,4	93,3
2003 III	14,2	-34,5	14,4	-49,2	29,7	-13,5	2,0	-16,1	-4,5	-1,6	-59,2	-56,5
IV	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,2	20,3
2004 I	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	37,4
II	12,7	-28,9	12,6	-24,7	-6,0	68,5	-18,0	-10,1	-0,6	-1,1	4,4	0,7
III	9,6	-5,8	12,5	-19,9	32,2	54,8	4,2	-8,9	-2,7	-12,4	63,6	63,9
2003 Sep	5,9	-17,2	6,9	-10,3	19,1	12,3	-7,8	4,6	0,4	-0,9	13,1	14,0
Oct	8,2	-13,4	6,9	-21,9	17,6	40,0	-11,8	-3,6	1,8	-11,5	12,1	11,5
Nov	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,8	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,5	18,3
Dic	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,5	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,4	-9,5
2004 Ene	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,7	21,9
Feb	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,6
Mar	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,5	-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	-20,4
Jun	7,0	-8,9	-2,1	-11,1	12,8	30,8	-9,1	8,0	-0,1	-9,1	18,2	14,7
Jul	3,9	-12,0	3,3	6,7	4,5	-4,4	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,2	-1,0
Ago	4,9	9,3	-0,3	-10,3	15,4	22,5	-3,1	8,2	-5,0	-11,2	30,5	29,8
Sep	0,7	-3,2	9,5	-16,4	12,4	36,8	-2,9	2,2	3,2	-9,3	33,0	35,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2004 Sep	62,9	-90,0	52,0	-133,0	76,2	200,2	-46,0	12,0	-0,5	-34,4	99,5	122,2

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2000	21,7	29,5	1.002,2	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,7	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	228,3	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,2	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,4	0,3	1.056,8	498,8	221,8	299,1	920,5	986,2	551,8	163,2	239,9	711,6	108,9
2003 II	-5,8	-2,6	257,2	122,5	52,7	72,5	225,1	243,5	135,3	40,1	59,8	177,7	25,2
2003 III	-2,3	-1,1	265,1	125,2	56,1	75,2	231,9	243,3	135,2	39,5	60,0	175,6	26,8
2003 IV	-0,6	1,2	269,1	125,0	57,5	75,9	231,7	249,6	138,3	41,9	61,2	179,5	26,9
2004 I	4,9	0,1	277,3	130,6	58,4	75,6	241,0	250,6	137,7	41,3	62,1	182,1	26,3
2004 II	11,8	8,6	286,2	134,5	59,2	78,7	245,9	261,9	145,8	43,8	61,8	185,8	29,3
2004 III	8,4	13,5	288,3	136,9	60,1	78,5	249,9	275,5	154,5	43,5	63,9	194,0	35,0
2004 Abr	10,3	5,1	95,7	45,1	20,1	26,1	83,4	86,9	48,0	15,1	20,8	62,4	8,9
2004 May	8,8	5,5	94,7	44,3	19,5	25,9	80,6	86,1	47,9	14,4	20,3	61,5	9,6
2004 Jun	16,3	15,3	95,7	45,1	19,6	26,6	81,9	88,9	49,8	14,3	20,6	61,9	10,8
2004 Jul	7,5	8,9	95,7	45,5	20,0	25,8	83,3	90,4	50,6	14,0	20,8	63,9	10,9
2004 Ago	12,3	19,4	96,2	45,7	20,0	26,3	82,9	93,4	52,2	14,9	21,4	64,8	12,0
2004 Sep	6,1	13,2	96,3	45,7	20,1	26,4	83,7	91,7	51,7	14,6	21,8	65,3	12,1
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	5,3	-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	3,3	108,9	105,5	107,4	114,4	108,8	101,6	100,1	94,7	109,9	99,6	104,7
2003 II	-2,1	2,3	106,2	103,8	102,4	111,4	106,6	101,6	100,2	93,6	109,7	99,6	105,0
2003 III	0,6	2,1	109,5	106,4	109,3	115,3	110,0	101,1	99,6	92,0	110,5	98,9	108,8
2003 IV	2,8	5,0	111,8	106,7	112,0	116,6	110,7	103,8	101,5	97,6	112,8	101,3	106,2
2004 I	7,9	4,7	115,9	112,1	114,9	116,7	115,7	104,9	101,0	98,1	116,0	103,4	101,3
2004 II	11,4	5,3	117,8	113,6	115,3	119,6	116,6	106,0	101,7	102,8	114,6	103,9	101,1
2004 III	7,3	7,6	117,9	114,7	116,6	119,6	118,0	108,5	103,1	102,1	117,8	107,6	109,7
2004 Abr	10,8	5,3	118,6	114,8	117,7	119,7	118,8	107,2	102,5	106,5	116,5	105,1	96,6
2004 May	8,8	1,5	117,1	112,4	113,8	118,1	114,8	104,8	100,3	101,4	113,8	103,2	101,4
2004 Jun	14,6	9,3	117,6	113,5	114,5	121,0	116,0	106,1	102,2	100,4	113,7	103,3	105,2
2004 Jul	6,2	2,6	117,4	114,4	116,9	117,7	117,9	107,0	102,3	97,5	114,0	105,6	106,9
2004 Ago	10,3	13,2	117,6	114,2	115,6	120,0	116,8	110,3	104,1	105,6	118,3	108,0	111,2
2004 Sep	6,0	7,8	118,8	115,7	117,3	121,0	119,2	108,0	102,9	103,3	121,3	109,3	111,0
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	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,6	100,2	101,8	100,9	100,2	98,6	101,4	102,8	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	-2,9	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,3	98,8	96,1	85,0
2003 II	-3,8	-4,8	96,7	95,9	95,2	99,1	96,5	93,7	91,5	93,7	98,7	95,9	78,2
2003 III	-2,9	-3,2	96,6	95,6	94,9	99,3	96,4	94,0	91,9	94,0	98,5	95,5	80,2
2003 IV	-3,3	-3,6	96,0	95,2	94,9	99,0	95,7	94,0	92,3	94,1	98,2	95,3	82,6
2004 I	-2,8	-4,4	95,5	94,6	94,0	98,6	95,2	93,3	92,3	92,1	97,0	94,7	84,5
2004 II	0,3	3,1	97,0	96,2	94,8	100,2	96,4	96,6	97,0	93,3	97,6	96,2	94,4
2004 III	1,0	5,5	97,6	96,9	95,3	99,9	96,8	99,3	101,4	93,3	98,2	96,9	104,0
2004 Abr	-0,5	-0,1	96,7	95,8	94,7	99,6	96,2	95,1	95,1	93,3	97,2	95,7	89,6
2004 May	0,0	4,0	96,9	96,1	94,8	100,3	96,2	96,3	96,9	92,9	97,1	96,1	92,9
2004 Jun	1,5	5,5	97,5	96,8	94,9	100,6	96,8	98,3	99,0	93,8	98,5	96,8	100,6
2004 Jul	1,2	6,1	97,7	96,9	95,0	100,2	96,9	99,1	100,5	94,4	99,0	97,6	99,9
2004 Ago	1,8	5,4	98,0	97,5	96,1	99,9	97,3	99,2	101,8	92,7	98,2	96,8	105,6
2004 Sep	0,1	5,1	97,1	96,2	95,0	99,7	96,2	99,5	102,0	92,9	97,5	96,4	106,5

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

7.3 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Otros Estados miembros de la UE				Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	África	América Latina	Otros países
		Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Otros							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Exportaciones (f.o.b.)												
2000	1.002,2	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	105,8	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	1.056,8	193,3	38,5	24,8	117,5	63,3	166,4	31,3	170,5	59,4	37,9	153,8
2003 II	257,2	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,4
2003 III	265,1	48,0	9,6	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,4	15,2	9,1	38,5
2003 IV	269,1	49,1	9,8	6,1	29,7	15,9	41,4	8,1	43,1	14,9	8,9	42,1
2004 I	277,3	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,5	8,4	46,6	15,1	9,6	43,2
2004 II	286,2	50,2	10,3	6,2	31,5	16,2	43,9	8,1	47,2	16,2	9,8	46,5
2004 III	288,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Abr	95,7	16,8	3,4	2,1	11,1	5,5	14,8	2,7	15,9	5,5	3,3	14,6
2004 May	94,7	16,5	3,5	2,0	10,5	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
2004 Jun	95,7	16,9	3,4	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,9
2004 Jul	95,7	17,2	3,5	2,1	10,1	5,9	14,5	2,8	16,8	5,5	3,4	13,9
2004 Ago	96,2	16,8	3,5	2,1	10,4	5,6	14,7	2,8	16,1	5,9	3,4	15,1
2004 Sep	96,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,3	3,6	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,7	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,1
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	986,2	137,6	36,7	23,2	102,1	50,4	110,4	52,1	216,0	69,0	39,6	149,1
2003 II	243,5	34,3	9,1	5,8	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,6	35,6
2003 III	243,3	33,6	9,1	5,6	25,2	12,3	27,2	12,6	53,3	17,0	9,7	37,6
2003 IV	249,6	34,0	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	12,9	56,3	16,5	10,5	38,2
2004 I	250,6	33,5	9,4	5,9	27,0	12,7	26,2	13,4	55,5	16,5	10,6	39,8
2004 II	261,9	34,4	9,7	5,8	26,2	13,2	29,8	12,8	62,9	16,9	10,8	39,5
2004 III	275,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Abr	86,9	11,2	3,2	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,4	5,2	3,7	12,7
2004 May	86,1	11,4	3,3	1,9	8,6	4,4	9,8	4,2	20,7	5,6	3,5	12,8
2004 Jun	88,9	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,3	21,8	6,2	3,6	14,0
2004 Jul	90,4	12,3	3,3	2,0	8,7	4,5	9,5	4,6	21,6	6,2	3,7	14,0
2004 Ago	93,4	12,7	3,3	2,0	9,0	4,6	9,6	4,6	22,9	6,4	3,8	14,6
2004 Sep	91,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
Saldo												
2000	-21,5	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-7,9
2001	48,2	47,9	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-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	70,6	55,7	1,8	1,7	15,4	12,9	56,1	-20,8	-45,5	-9,5	-1,7	4,6
2003 II	13,6	12,7	0,4	0,3	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,4	-0,1	0,8
2003 III	21,8	14,4	0,5	0,7	5,0	2,9	14,4	-4,8	-9,9	-1,8	-0,6	0,9
2003 IV	19,5	15,1	0,5	0,4	2,7	3,5	14,8	-4,9	-13,2	-1,6	-1,6	3,8
2004 I	26,7	15,5	0,7	0,2	4,1	2,8	16,2	-5,0	-9,0	-1,3	-1,1	3,5
2004 II	24,2	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,1	-4,7	-15,7	-0,8	-1,0	7,0
2004 III	12,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Abr	8,8	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,6	0,4	-0,4	1,9
2004 May	8,6	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,2	-0,7	-0,1	3,1
2004 Jun	6,8	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-6,0	-0,5	-0,4	1,9
2004 Jul	5,3	4,9	0,2	0,1	1,5	1,4	5,0	-1,8	-4,8	-0,6	-0,4	-0,2
2004 Ago	2,8	4,1	0,1	0,1	1,4	1,0	5,1	-1,8	-6,9	-0,5	-0,4	0,5
2004 Sep	4,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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)

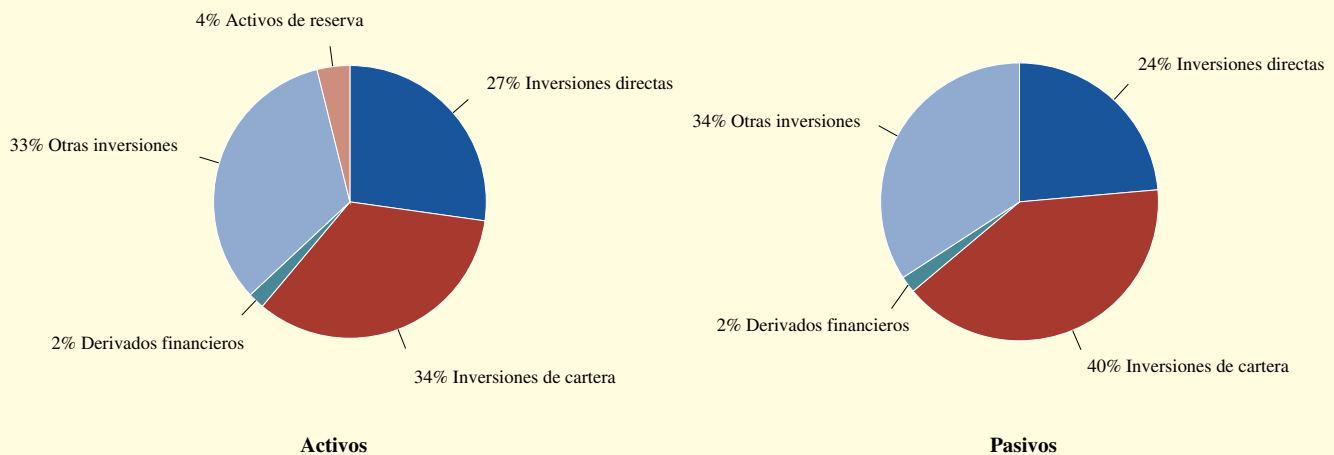
1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
Activos: saldos vivos							
2000	6.763,5	102,8	1.632,4	2.327,7	105,8	2.306,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,5	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,9	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
Pasivos: saldos vivos							
2000	7.270,3	110,5	1.262,5	3.160,4	103,8	2.743,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,2	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	117,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-

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	
2000	1.284,7	115,2	1.169,5	347,7	1,7	346,0	976,6	32,1	944,4	285,9	1,8	284,2
2001	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5

C32 Posición de inversión internacional por componentes a fin del 2003



Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional

(mm de euros; saldos a fin de período)

3. Inversiones de cartera por instrumento

	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos 1	Pasivos 2	Activos			Pasivos		
			Total 3	Bonos y obligaciones 4	Instrumentos del mercado monetario 5	Total 6	Bonos y obligaciones 7	Instrumentos del mercado monetario 8
2000	1.154,9	1.620,1	1.172,8	1.048,4	124,3	1.540,3	1.372,7	167,5
2001	1.116,7	1.640,5	1.398,3	1.218,6	179,8	1.695,3	1.514,8	180,5
2002	853,2	1.366,1	1.449,4	1.206,4	243,0	1.815,5	1.628,8	186,7
2003	1.054,6	1.516,2	1.552,8	1.317,0	235,8	1.914,6	1.701,3	213,4

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Euro- sistema 1	IFM excluido Eurosistema 2	No IFM			Euro- sistema 6	IFM excluido Eurosistema 7	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total 3	AAPP 4	Otros sectores 5			Total 8	AAPP 9	Otros sectores 10	Euro- sistema 11	IFM excluido Eurosistema 12	No IFM		
													Total 13	AAPP 14	Otros sectores 15
2000	0,5	43,6	1.110,9	5,7	1.105,2	3,1	335,3	710,1	5,7	704,4	0,5	87,5	36,3	0,1	36,2
2001	0,6	38,5	1.077,6	6,7	1.070,9	2,0	424,8	791,8	8,2	783,6	2,8	135,1	41,8	0,2	41,6
2002	0,7	43,8	808,8	8,3	800,5	6,4	404,8	795,2	8,0	787,2	1,2	193,8	47,9	1,3	46,7
2003	1,8	52,6	1.000,2	11,5	988,8	8,3	463,7	845,1	8,0	837,1	1,1	184,8	49,9	0,6	49,2

5. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos 1	Otros activos 2	Préstamos/ efectivo y depósitos 3	Otros pasivos 4	Créditos comer- ciales 5	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos 9	Créditos comer- ciales 10	Préstamos 11	Otros pasivos 12
						Total 6	Préstamos 7	Efectivo y depósitos 8				
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos 13	Otros activos 14	Préstamos/ efectivo y depósitos 15	Otros pasivos 16	Créditos comer- ciales 17	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos 21	Créditos comer- ciales 22	Préstamos 23	Otros pasivos 24
						Total 18	Préstamos 19	Efectivo y depósitos 20				
2000	1.422,4	37,1	2.128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

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	10,1	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	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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	0,9	80,5	26,5	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
Oct	294,7	131,0	391,961	4,2	20,1	139,4	8,7	31,3	98,9	-	-	-	0,6	0,0	18,9	-11,0
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 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	14,9	7,3	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
Oct	37,9	8,2	24,656	0,2	0,0	29,5	1,5	7,2	20,8	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-1,2

Fuente: BCE.

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

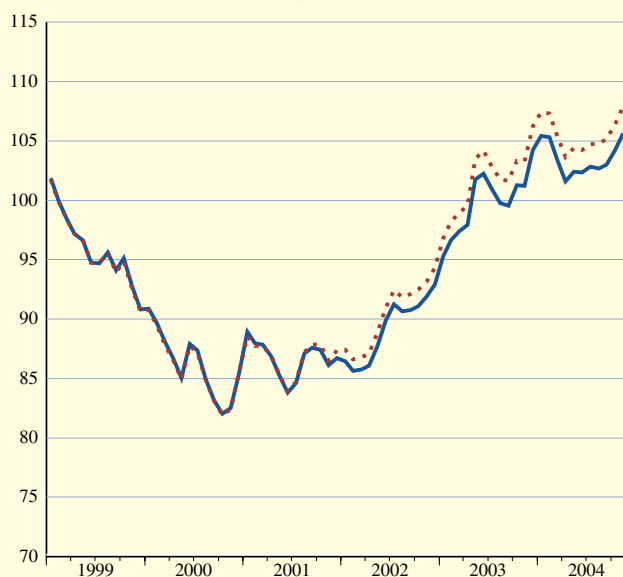
(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	86,7	86,8	88,4	86,7	86,3	85,1	90,4	87,0
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	88,5	88,2	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,0	99,4	106,6	101,6
2003 III	100,1	102,1	102,2	101,9	100,7	100,2	106,4	101,5
IV	102,2	104,3	104,1	104,2	102,6	101,4	109,1	103,9
2004 I	104,7	106,7	106,4	106,8	105,5	103,9	111,6	106,1
II	102,1	104,1	103,6	104,4	103,8	101,1	109,2	103,7
III	102,8	104,9	104,4	.	.	.	110,1	104,5
2003 Nov	101,2	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
Dic	104,2	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,8
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	104,3	.	.	.	109,9	104,4
Sep	103,0	105,1	104,6	.	.	.	110,3	104,7
Oct	104,2	106,3	105,0	.	.	.	111,5	105,8
Nov	105,6	107,9	106,4	.	.	.	113,1	107,2
	<i>% de variación sobre mes anterior</i>							
2004 Nov	1,4	1,5	1,3	.	.	.	1,4	1,3
	<i>% de variación sobre año anterior</i>							
2004 Nov	4,3	4,5	3,1	.	.	.	4,7	4,2

C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

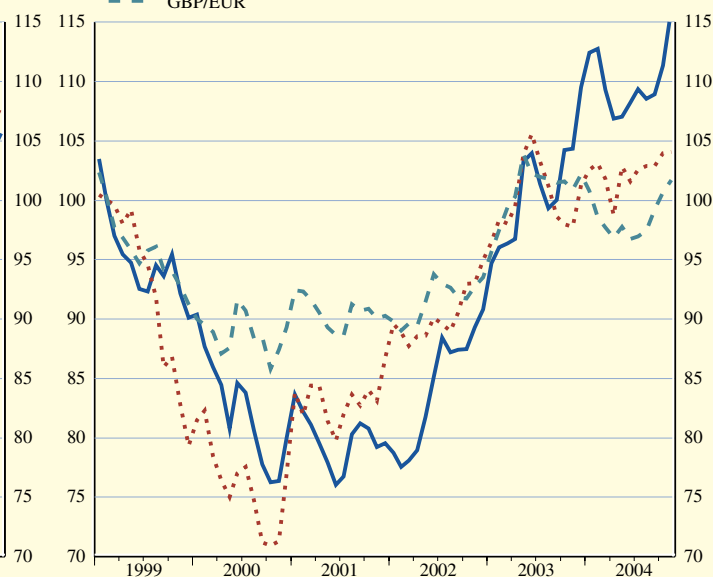
— TCE-23 nominal
 TCE-23 real deflactado por el IPC



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



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
2003 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
2004 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
2004 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 Nov	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1.388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
2003 Dic	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1.463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
2004 Ene	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
2004 Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
2004 Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
2004 Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
2004 May	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
2004 Jun	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
2004 Jul	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
2004 Ago	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
2004 Sep	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
2004 Oct	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1.426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
2004 Nov	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1.411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
	% variación sobre mes anterior														
2004 Nov	4,0	1,0	0,1	-1,4	-0,7	-1,1	3,8	-0,1	2,4	-0,4	-1,1	-1,1	-0,5	1,4	-1,6
	% variación sobre año anterior														
2004 Nov	11,0	0,8	6,5	-2,4	0,0	1,7	11,2	-0,1	6,0	1,2	-0,7	3,2	-1,6	-0,4	-0,3
	% variación sobre mes anterior														
2004 Nov	0,3	-0,7	0,0	-0,5	0,0	1,7	0,5	-1,4	0,0	-1,1	0,0	0,0	-3,0	1,2	
	% variación sobre año anterior														
2004 Nov	-0,9	-2,2	0,0	-5,4	0,0	5,1	1,0	-7,8	1,5	-3,8	0,4	-0,2	9,1		

	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	1.569,762
2003 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
2004 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
2004 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 Nov	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726,781
2003 Dic	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761,551
2004 Ene	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698,262
2004 Feb	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682,658
2004 Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620,374
2004 Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637,423
2004 May	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818,487
2004 Jun	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1.814,266
2004 Jul	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1.784,116
2004 Ago	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1.799,918
2004 Sep	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1.838,497
2004 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
2004 Nov	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39,848	1.883,365
	% variación sobre mes anterior												
2004 Nov	0,3	-0,7	0,0	-0,5	0,0	1,7	0,5	-1,4	0,0	-1,1	0,0	-3,0	1,2
	% variación sobre año anterior												
2004 Nov	-0,9	-2,2	0,0	-5,4	0,0	5,1	1,0	-7,8	1,5	-3,8	0,4	-0,2	9,1

Fuente: BCE.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	2,6	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
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 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
Oct	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB													
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
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
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
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2004 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
Oct	4,81	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2004 May	2,16	2,20	2,61	5,16	4,25	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
Oct	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
PIB real													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	2,6	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	-0,3	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2004 I	3,1	1,7	7,0	3,6	8,8	6,8	4,2	2,1	.	3,8	5,5	2,8	3,4
II	.	2,6	.	4,1	7,7	7,4	4,0	-1,6	.	4,6	5,4	3,5	3,6
III	.	1,9	.	.	.	6,3	.	1,4	.	.	.	.	3,1
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	-0,9	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,4	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,7
2003 IV	-10,0	2,1	-15,9	-4,9	-8,6	-9,6	-9,0	-9,1	-1,5	-2,3	-0,6	6,4	-1,7
2004 I	-2,4	3,0	-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	3,7	-20,4	-11,1	-16,7	-10,6	-10,3	0,1	-2,9	-2,6	-7,6	7,9	-2,8
Costes laborales unitarios													
2002	5,8	1,8	4,1	-	-0,4	-1,2	8,9	-	-1,6	6,0	4,4	0,9	3,5
2003	3,9	2,2	4,6	-	4,9	1,5	7,0	-	.	4,8	6,6	0,6	.
2003 IV	2,7	0,9	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 I	.	1,6	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
II	.	0,6	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,7	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	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004 I	8,4	5,6	9,9	5,0	9,9	11,5	5,8	7,7	19,1	6,2	18,4	6,2	4,7
II	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,1	5,8	7,4	18,9	6,1	18,4	6,4	4,7
III	8,4	5,3	9,1	4,9	9,7	10,7	5,8	7,1	18,7	5,9	17,9	6,4	.
2004 Jun	8,4	5,4	9,4	4,8	9,7	11,1	5,7	7,4	18,9	6,0	18,3	6,4	4,7
Jul	8,4	5,3	9,3	4,9	9,7	11,0	5,8	7,3	18,8	5,9	18,1	6,3	4,6
Ago	8,4	5,3	9,1	4,9	9,7	10,7	5,8	7,0	18,7	5,9	17,9	6,2	4,5
Sep	8,4	5,3	8,8	5,0	9,7	10,4	5,9	7,0	18,7	5,9	17,8	6,7	.
Oct	8,4	.	8,5	5,0	9,7	10,1	6,0	7,0	18,6	5,9	17,7	6,3	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

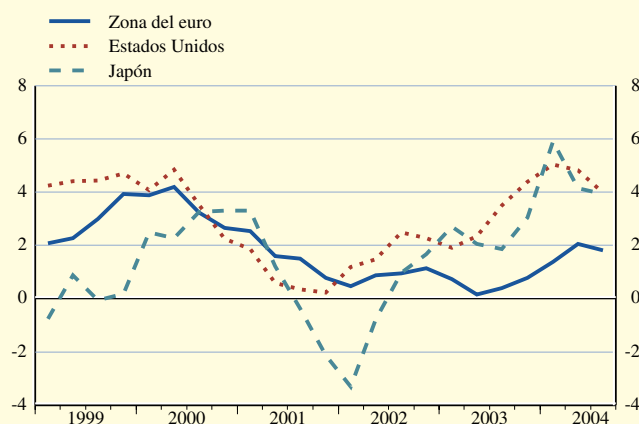
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos bancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,6	43,7
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2003 III	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,1
IV	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 I	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,6	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,4
II	2,9	-2,7	4,8	5,9	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
III	2,7	-2,1	4,0	5,9	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	-4,4	.
2004 Jul	3,0	-	-	6,1	5,5	4,6	1,63	4,48	1,2266	-	-
Ago	2,7	-	-	6,4	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	-	-
Sep	2,5	-	-	5,1	5,4	4,9	1,90	4,13	1,2218	-	-
Oct	3,2	-	-	5,7	5,5	4,8	2,08	4,08	1,2490	-	-
Nov	.	-	-	.	.	.	2,31	4,19	1,2991	-	-
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	.	3,9	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 Jul	-0,1	-5,1	-	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
Ago	-0,2	-8,5	-	9,8	4,8	1,8	0,05	1,63	134,54	-	-
Sep	0,0	.	-	4,1	4,6	2,0	0,05	1,50	134,51	-	-
Oct	0,5	.	-	-1,1	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	-	-
Nov	.	.	-	.	.	.	0,05	1,46	136,09	-	-

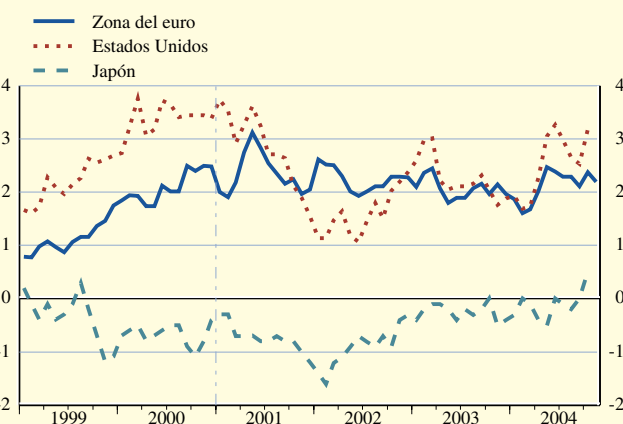
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

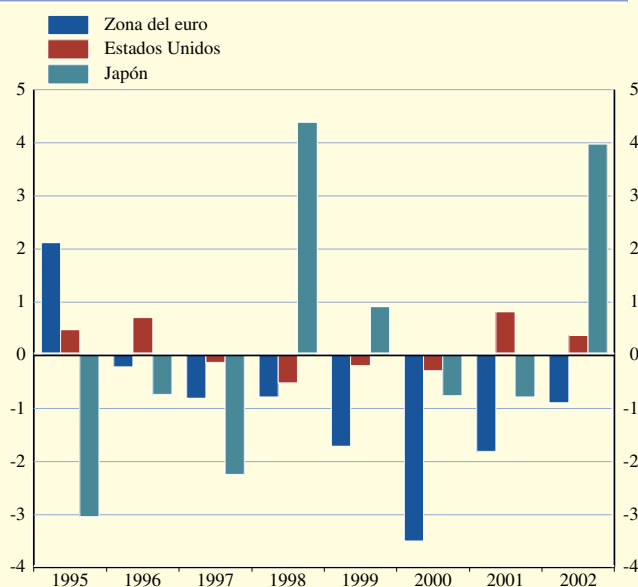
(en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,8	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,8
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,6	8,5	2,7	0,9	13,1	7,6	10,7	8,2
2002 III	13,8	18,3	-4,4	7,3	7,2	0,8	7,9	0,6	-1,8	12,9	3,1	10,8	5,5
2002 IV	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,3	10,5	8,0
2003 I	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	1,0	12,8	7,2	10,2	9,3
2003 II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,8	8,5	4,0	2,0	13,1	11,2	10,5	12,5
2003 III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	4,2	8,7	2,1	0,3	13,3	8,6	11,2	6,9
2003 IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	4,7	9,1	2,5	0,3	13,3	3,7	10,7	4,1
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,5	8,9	3,9	1,3	13,2	7,2	10,3	9,8
2004 II	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,3	4,1	8,7	2,5	-0,1	13,3	7,3	10,2	8,4
Japón													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-1,7	15,7	-7,4	-0,9	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	24,1	.	.	.	3,2	.	-5,1	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 III	24,5	23,9	2,7	.	.	1,1	.	-10,0	-2,4	.	-8,1	.	-0,4
2002 IV	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 I	28,2	23,4	2,8	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,1	.	2,9
2003 II	.	23,3	.	.	.	-25,8	.	-20,5	-0,9	.	4,1	.	-5,7
2003 III	.	24,1	.	.	.	9,8	.	-5,5	-3,0	.	-5,5	.	1,1
2003 IV	.	24,9	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 I	.	23,8	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,6	.	2,6
2004 II	.	23,1	.	.	.	-10,1	.	-12,3	-0,6	.	4,7	.	-5,9

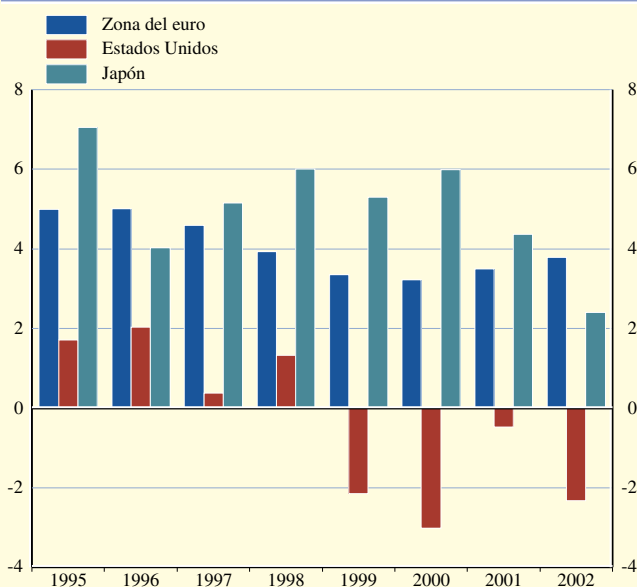
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Banco de Japón y Economic and Social Research Institute.

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

2) Formación bruta de capital en Japón. Los empleos de capital en Estados Unidos incluyen la adquisición de bienes de consumo duradero.

3) Al ahorro bruto de Estados Unidos se le añade el gasto en bienes de consumo duradero.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S31
C14	Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S35
C18	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
C19	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S37
C20	Nuevos depósitos a plazo	S39
C21	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S39
C22	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S40
C23	Tipos a tres meses del mercado monetario	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S41
C25	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S41
C26	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S42
C27	Cuenta corriente	S55
C28	Inversiones netas directas y de cartera	S55
C29	Bienes	S56
C30	Servicios	S56
C31	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S61
C32	Posición de inversión internacional por componentes a fin del 2003	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 el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

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

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

Por último, la media móvil de tres meses 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:

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³.

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se 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:

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

2 Para más detalles, véase Findley, D., B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen, (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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

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

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

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

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

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que

incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». Los datos sobre los ingresos de la balanza de rentas y de las transferencias corrientes 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 pagos de las transferencias corrientes

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

no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de diciembre de 2004.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente o obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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



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

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

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

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

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

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

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se

detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios, y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionali-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

zar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo a superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hubieran adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

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

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

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

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado mone-

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

tario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, a los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

4 DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

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

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

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

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 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁸, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, pueden encontrarse diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org).

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

⁸ DO L 354, 30.11.2004, p. 34.

BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 7.3.1 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). La diferencia en las importaciones ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), teniendo relación una parte significativa de este porcentaje con la inclusión de los seguros y fletes en los datos de comercio exterior (c.i.f.).

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En la sección 7.5 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en la sección 7.5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas interna-

cionales 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 EUROSISTEMA¹

3 DE ENERO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

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

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

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 DE JULIO DE 2002

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

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

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 DE DICIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

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

9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación: En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000 y en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001, respectivamente.

cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 DE FEBRERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el

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

3 DE ABRIL DE 2003

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

8 DE MAYO DE 2003

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

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

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

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

mentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

5 DE JUNIO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004

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

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe

que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO, 5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE, 4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004

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



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

LOS FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

La media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET en el tercer trimestre ascendió a 255.636 pagos, por un importe de 1.630 mm de euros. Ello supone una reducción del 7% en el número de pagos y en su importe, en comparación con el trimestre anterior, y un aumento del 1% en el número de pagos y del 2% en su importe, en relación con el tercer trimestre del 2003. Esta evolución sigue el perfil estacional que TARGET ha venido registrando desde su puesta en marcha en 1999. En efecto, desde aquella fecha cada año todos los segmentos analizados han experimentado un descenso en el tercer trimestre. La cuota de mercado general de TARGET se mantuvo en el 88% en lo que se refiere al importe, y se redujo desde el 59% hasta el 57% en lo relativo al número de órdenes procesadas.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 193.992 pagos intra-Estado miembro, por un importe de 1.094 mm de euros. Con respecto al trimestre precedente, el número de operaciones disminuyó un 6% y su importe un 8%. En relación con el mismo período de 2003, el número de operaciones se mantuvo sin cambios y su importe creció un 2%. Estos pagos representaron el 75,9% del total de operaciones de TARGET en cuanto al número de pagos, y el 67,1% en cuanto a su importe. El importe medio de los pagos intra-Estado miembro descendió desde 5,8 millones de euros en el segundo trimestre del 2004 a 5,6 millones de euros en el tercer trimestre. El día de máxima actividad de pagos intra-Estado miembro fue el 30 de septiembre de 2004 (el último día laborable del trimestre), en el que se procesaron 258.164 pagos por un importe de 1.515 mm de euros. Por tramos de importes, el 66% de estos pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 126 operaciones.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 61.644 pagos, por un importe de 536 mm de euros en el tercer trimestre del 2004. En comparación con el segundo trimestre del 2004, esta cifra supone un descenso del 9% en el número de operaciones y del 6% en su importe, mientras que, en relación con el tercer trimestre del año pasado, se observó un incremento del 7% en el número de pagos entre Estados miembros y del 2% en su importe.

En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios se redujo un 8% y su importe un 6%. Por su parte, los pagos de clientes disminuyeron un 11% en número de operaciones y un 10% en su importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros procesadas por TARGET fue del 48,5% en cuanto al número, y del 95,3% en cuanto a su importe. En comparación con el segundo trimestre del 2004, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó desde 16,7 millones de euros a 17,1 millones de euros, y el de los pagos de clientes desde 778.000 euros a 799.000 euros. En el tercer trimestre, el día de máxima actividad de pagos entre Estados miembros fue el 30 de septiembre de 2004 (último día laborable del trimestre), en el que se procesaron 82.982 pagos por un importe de 713 mm de euros. Por tramos de importes, el 63% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 40 operaciones.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el tercer trimestre del 2004, TARGET alcanzó una disponibilidad general del 99,79%, frente al



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

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad III 2004
Bélgica	99,83%
Dinamarca	99,65%
Alemania	99,74%
Grecia	99,68%
España	99,87%
Francia	100,00%
Irlanda	99,56%
Italia	99,95%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	99,90%
Austria	99,93%
Portugal	99,83%
Finlandia	99,84%
Suecia	99,57%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,25%
Disponibilidad general de TARGET	99,79%

99,80% del segundo trimestre del año. El número de incidencias que afectaron a la disponibilidad de TARGET, 32 en el tercer trimestre, fue superior al del trimestre anterior en el que se registraron 25 incidencias. En una ocasión, el 20 de septiembre de 2004, una incidencia supuso un retraso de 30 minutos en el cierre de TARGET. En el cuadro 1 se muestran los porcentajes respectivos de cada componente nacional de TARGET y del mecanismo de pagos del BCE.

En el tercer trimestre, el 97,06% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos; el 2,66%, de cinco a quince minutos, y el 0,24%, entre quince y treinta minutos. El tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en una media de 56 de los 61.644 pagos procesados diariamente entre Estados miembros.

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

(número de pagos)	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	16.665.036	17.404.115	17.071.290	17.264.247	16.871.971
Media diaria	252.501	271.939	266.739	274.036	255.636
Pagos entre Estados miembros					
Total	3.813.244	4.023.122	4.184.179	4.286.846	4.068.531
Media diaria	57.776	62.861	65.378	68.045	61.644
Pagos intra-Estado miembro					
Total	12.851.792	13.380.993	12.887.110	12.977.401	12.803.440
Media diaria	194.724	209.078	201.361	205.990	193.992
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	9.835.244	10.088.174	9.669.240	9.840.955	10.831.383
Media diaria	149.019	157.628	151.082	156.206	164.112
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.790.113	1.833.104	1.772.742	1.767.244	1.700.070
Media diaria	27.123	28.642	27.669	28.051	25.759
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	419.123	423.513	365.097	316.448	237.482
Media diaria	6.350	6.617	5.705	5.023	3.598
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	151.666	134.620	131.082	184.269	128.745
Media diaria	2.298	2.103	2.048	2.925	1.951

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

(mm de euros)	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	105.216	102.686	109.062	111.025	107.592
Media diaria	1.594	1.604	1.704	1.762	1.630
Pagos entre Estados miembros					
Total	34.570	34.128	36.487	36.046	35.378
Media diaria	524	533	570	572	536
Pagos intra-Estado miembro					
Total	70.646	68.558	72.575	74.979	72.214
Media diaria	1.070	1.071	1.134	1.190	1.094
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	11.331	10.898	11.647	10.987	10.487
Media diaria	172	170	182	174	159
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.203	4.180	4.276	4.765	4.217
Media diaria	64	65	67	76	64
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	75	74	60	60	110
Media diaria	1	1	1	1	2
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	96	104	120	117	117
Media diaria	1	2	2	2	2

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 septiembre y noviembre 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

- 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.
- 402 «Forecasting euro area inflation using dynamic factor measures of underlying inflation», por G. Gamba-Méndez y G. , noviembre 2004.
- 403 «Financial market integration and loan competition: when is entry deregulation socially beneficial?», por L. Kaas, noviembre 2004.
- 404 «An analysis of systemic risk in alternative securities settlement architectures», por G. Iori, noviembre 2004.
- 405 «A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics», por P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, noviembre 2004.
- 406 «Labour market reform and the sustainability of exchange rate pegs», por O. Castrén, T. Takalo y G. Wood, noviembre 2004.
- 407 «Banking consolidation and small business lending», por E. Takáts, noviembre 2004.
- 408 «The great inflation, limited asset markets participation and aggregate demand: Fed policy was better than you think», por F. O. Bilbiie, noviembre 2004.
- 409 «Currency mismatch, uncertainty and debt maturity structure», por M. Bussière, M. Fratzscher y W. Koeniger, noviembre 2004.

- 410 «Do options-implied RND functions on G3 currencies move around the times of interventions on the JPY/USD exchange rate?», por O. Castrén, noviembre 2004.
- 411 «Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries», por S. Ardagna, F. Caselli y T. Lane, noviembre 2004.
- 412 «The real effects of money growth in dynamic general equilibrium», por L. Graham y D. J. Snower, noviembre 2004.
- 413 «An empirical analysis of price-setting behaviour in the Netherlands in the period 1998-2003 using micro data», por N. Jonker, C. Folkertsma y H. Blijenberg, noviembre 2004.
- 414 «Inflation persistence in the European Union, the euro area and the United States», por G. Gadzinski y F. Orlandi, noviembre 2004.
- 415 «How persistent is disaggregate inflation? An analysis across EU 15 countries and HICP sub-indices», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, noviembre 2004.
- 416 «Price-setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data», por L. J. Álvarez, noviembre 2004.
- 417 «Staggered price contracts and inflation persistence: some general results», por K. Whelan, noviembre 2004.
- 418 «Identifying the influences of nominal and real rigidities in aggregate price-setting behavior», por G. Coenen y A. T. Levin, noviembre 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.
«European Union balance of payments/internacional investment positions statistical methods», noviembre 2004.
«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries», noviembre 2004.
«Report on EU banking structure 2004», noviembre 2004.
«EU banking sector stability 2004», noviembre 2004.
«Letter from the ECB President to the President of the European Parliament», noviembre 2004.
«Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs», noviembre 2004.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.
«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.
«TARGET - the current system», septiembre 2004.



GLOSARIO

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

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

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

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

Coste laboral bruto mensual: medida de los sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total de los asalariados en relación con el producto interior bruto.

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

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

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

Deuda (cuentas financieras): incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. En las cuentas financieras trimestrales, la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

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

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, basada en operaciones.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central, y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los países de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

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

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

Inversiones de cartera: registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona («activos») y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza que refleja el objetivo de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de los derechos de voto). Las inversiones directas registran las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la zona del euro (como «inversión directa en el exterior») y las adquisiciones netas de activos en la zona del euro por no residentes (como «inversión directa en la zona del euro»). Las inversiones directas incluyen acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho. Comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio. Comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio. Comprende M2 y los instrumentos negociables, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros que no participan en la tercera fase de la UEM.

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

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

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: comprenden depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: suma de los trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo. También se le denomina posición acreedora neta frente al exterior.

Precios industriales: medida del precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda (Administraciones Públicas): la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

Remuneración por asalariado: se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta por el cual las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales del euro son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés, fijados por el Consejo de Gobierno, que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: medida de los empleos de nueva creación, de las vacantes sin cubrir o de los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Las acciones suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se

reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.