



BANCO CENTRAL EUROPEO

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

BOLETÍN MENSUAL
ENERO

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2005

En el año 2005,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 50 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, 2005

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2005

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 12 de enero de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	7
Entorno exterior de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	11
Precios y costes	31
Producto, demanda y mercado de trabajo	42
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	48
Recuadros:	
1 Enfoques para identificar y estimar los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado	13
2 Determinantes de la caída de los diferenciales de renta fija privada en los últimos años	24
3 Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005	32
4 Utilización de la información del Boletín Petrolífero semanal para el seguimiento de la evolución a corto plazo de los precios de la energía	35
ARTÍCULOS	
El nuevo acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones	53
Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución recientes	63
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004	V
GLOSARIO	IX

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 13 de enero de 2005, 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 presiones inflacionistas a corto plazo, aunque persisten, han disminuido recientemente de forma ligera debido, sobre todo, al descenso de los precios del petróleo desde el máximo alcanzado en octubre. Al mismo tiempo, actualmente no existe evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantener los tipos de interés oficiales del BCE en sus reducidos niveles, en términos históricos. No obstante, siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, por lo que resulta esencial adoptar una actitud de constante vigilancia con respecto a estos riesgos.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, la segunda estimación de Eurostat confirma la estimación previa, y sitúa el crecimiento del PIB real correspondiente al tercer trimestre en el 0,3%, en tasa intertrimestral. Pese a que la información relativa al cuarto trimestre del 2004 es aún incompleta, los datos macroeconómicos y los resultados de las encuestas más recientes, si bien no son concluyentes, parecen sugerir la continuación de un crecimiento moderado.

De cara al futuro, continúan dándose las condiciones para que el crecimiento económico prosiga. En el entorno exterior, se espera que el crecimiento mundial se mantenga intenso. La fortaleza de la demanda mundial debería contribuir a sostener las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería verse respaldada por unas condiciones de financiación muy favorables en la zona del euro, y por la mejora de los beneficios empresariales y la mayor eficiencia de las empresas, derivados del proceso de reestructuración que viene desarrollándose. Además, es probable que el consumo privado evolucione en conso-

nancia con la evolución de la renta real disponible. El consumo también se vería favorecido, si disminuyese la incertidumbre en cuanto al alcance y al ritmo del saneamiento presupuestario y de las reformas estructurales en la zona del euro.

Los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento económico derivados del comportamiento de los precios del petróleo se han reducido ligeramente durante las últimas semanas. El Consejo de Gobierno ha confirmado su posición, ya expresada cuando el euro se apreció de forma acusada, de que estas variaciones del tipo de cambio no son favorables ni deseables para el crecimiento económico.

Por lo que respecta a los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 2,3% en diciembre, desde el 2,2% registrado en noviembre. Es probable que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, pese a la reciente disminución de los precios del petróleo. En un horizonte temporal más dilatado, sin embargo, los datos disponibles indican que, salvo que se produzcan nuevas perturbaciones, la tasa de inflación medida por el IAPC se situará por debajo del 2% en el curso del 2005. Además, la información más reciente de los indicadores no sugiere que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Los incrementos salariales se mantienen contenidos, en un contexto de moderado crecimiento económico y de debilidad de los mercados de trabajo.

En una situación en la que las perspectivas para la evolución de los precios a medio plazo son favorable en términos generales, es preciso tener en cuenta los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Dadas las subidas de los precios del petróleo en el pasado reciente, sigue siendo necesario evitar que los efectos secundarios en la fijación de salarios y precios se transmitan a la economía. A este respecto, es muy importante que los interlocutores sociales muestren un comportamiento responsable. Asimismo, la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados precisa ser objeto de un atento seguimiento.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman la valoración anteriormente realizada por el Consejo de Gobierno. El crecimiento monetario y el del crédito se intensificó en el segundo semestre del 2004, principalmente como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés. Dada la fuerte dinámica monetaria de los últimos años, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro es aún sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. En conjunto, el análisis monetario indica la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Al mismo tiempo, en algunos países, el elevado exceso de liquidez, junto con el fuerte crecimiento del crédito, podría dar lugar a una subida insostenible de los precios en los mercados inmobiliarios.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas, si bien es necesario realizar un atento seguimiento de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. En este contexto, resulta fundamental que la actual evolución a corto plazo de la inflación de los precios de consumo no afecte a las expectativas de inflación a largo plazo. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener una actitud vigilante en lo que se refiere a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

En lo relativo tanto a las políticas presupuestarias como a las reformas estructurales, los gobiernos e instituciones de la Unión Europea habrán de hacer frente a muchos retos importantes en el curso del 2005.

La necesidad de reforzar las finanzas públicas corrigiendo los déficit excesivos con prontitud y retomando claramente la senda del saneamiento presupuestario representa el principal de estos retos. Por otro lado, en toda la Unión Europea resulta necesario superar el importante reto que el envejecimien-

to de la población plantea a los actuales sistemas de pensiones y de Seguridad Social. También es preciso que en los debates relativos al marco de las finanzas públicas europeas que se están llevando actualmente a cabo, se llegue pronto a una conclusión convincente que genere confianza. El marco presupuestario consagrado en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye la piedra angular de la Unión Económica y Monetaria y es, por tanto, de importancia capital para anclar las expectativas de disciplina fiscal. El Consejo de Gobierno se muestra convencido de que cabe mejorar la aplicación del Pacto y, al mismo tiempo, reitera su posición de que resultaría contraproducente modificar los Reglamentos, relajar el límite del déficit fijado en el 3% o suavizar el procedimiento de déficit excesivo.

En lo referente a las políticas estructurales, la próxima revisión intermedia de la Estrategia de Lisboa proporcionará una oportunidad para dotar de un ímpetu renovado a las reformas estructurales en la Unión Europea, como se solicita en el informe recientemente publicado, elaborado por el grupo de alto nivel presidido por Wim Kok. El Consejo de Gobierno apoya decididamente una reforma de la Estrategia centrada en aumentar el crecimiento del empleo, fomentar 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.

En la presente edición del Boletín Mensual se publican dos artículos. El primero describe la revisión del marco para los requerimientos de capital establecido en el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, además de sus posibles implicaciones y su aplicación en la UE. El segundo artículo analiza los cambios de tendencia de los flujos financieros hacia las economías emergentes

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial sigue siendo bastante vigoroso, respaldado por las favorables condiciones de financiación y un nuevo descenso de los precios del petróleo. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se mantienen, en general, bastante moderadas, aunque la evolución de los precios de la energía todavía tiene un efecto negativo en la inflación. En conjunto, las perspectivas siguen siendo relativamente favorables, tanto para la economía mundial como para la demanda exterior de la zona del euro.

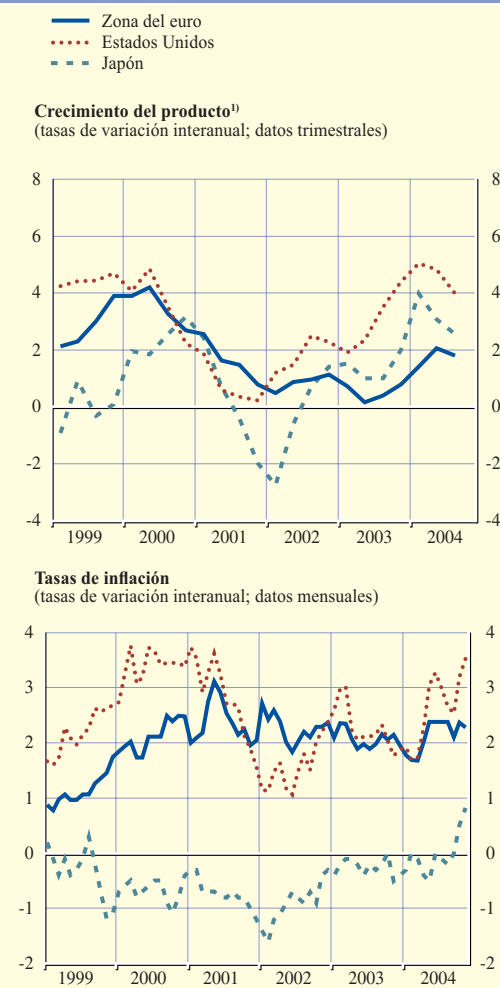
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial mantiene su expansión a un ritmo bastante vigoroso, aunque con una moderación gradual respecto a los niveles excepcionalmente altos observados a comienzos del 2004. Pese a la progresiva retirada de las políticas de estímulo en muchos países, las condiciones de financiación siguen siendo favorables; además, las actividades de préstamo, bastante sostenidas, continúan respaldando la expansión mundial. Por otro lado, el nuevo descenso de los precios del petróleo en diciembre ha ayudado a mitigar un importante factor de atenuación del crecimiento de la economía mundial, aunque dichos precios se mantienen aún en niveles muy elevados. Los buenos resultados que alcanzó la economía mundial en el 2004 se vieron ensombrecidos por las consecuencias del trágico desastre natural que asoló Asia a finales de diciembre. Aunque las pérdidas humanas causadas por el tsunami son enormes, se prevé que los costes económicos serán limitados y que su impacto —si lo hubiere— sobre el crecimiento de la economía mundial será mínimo. Las presiones inflacionistas a escala mundial se mantuvieron, en general, bastante moderadas, ya que en muchos países, los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía han registrado últimamente incrementos relativamente pequeños.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica parece haber mantenido su vigor a la vista de la estimación final que cifra el crecimiento del PIB real en el 4% (en tasa intertrimestral anualizada) en el tercer trimestre del 2004. En los últimos meses, el gasto de los hogares ha dado muestras de una continuada capacidad de resistencia, mientras que la información disponible sugiere que la expansión en el sector empresas sigue siendo sólida. Con un crecimiento del empleo de 157.000 puestos de trabajo en diciembre, la atonía existente en el mercado de trabajo sigue disminuyendo paulatina-

Gráfico | Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

mente. No obstante, el crecimiento de la renta real disponible en los últimos meses ha sido relativamente moderado, habida cuenta de la moderación de los aumentos de los salarios reales y de la persistencia de los elevados precios del petróleo, lo que, unido al dinamismo de los precios de consumo, se ha traducido en un nuevo descenso de la tasa de ahorro personal como porcentaje de la renta disponible. Con respecto a la inflación, en noviembre se produjo un nuevo repunte, relacionado con los precios de la energía, de la tasa de crecimiento interanual del IPC hasta el 3,5%, mientras que la inflación medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía aumentó hasta el 2,2%. El 14 de diciembre del 2004, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó, por quinta vez consecutiva, el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 2,25%. En el comunicado de prensa emitido tras la reunión se afirmaba que «...el Comité estima que la política monetaria acomodaticia puede eliminarse a un ritmo que, probablemente, será mesurado. No obstante, el Comité reaccionará frente a los cambios en las perspectivas económicas en la medida de lo necesario para cumplir su obligación de mantener la estabilidad de precios».

JAPÓN

En Japón el ritmo de la recuperación económica se ha desacelerado significativamente en los últimos trimestres, aunque persisten las presiones deflacionistas moderadas. Tomando como base las nuevas series estadísticas encadenadas de las cuentas nacionales, el crecimiento del PIB real (en tasa intertrimestral) fue de sólo un 0,1% en el tercer trimestre del 2004, tras el -0,1% registrado en el segundo trimestre. Varios indicadores apuntan a que, durante el cuarto trimestre, se mantendrá la atonía de la actividad en los sectores manufacturero y de servicios. La encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente a diciembre indica que la moderación actual del crecimiento también vino acompañada de un ligero descenso de la confianza empresarial. Aunque la confianza de los consumidores sigue siendo relativamente alta, según las encuestas, recientemente se ha reducido el gasto real de los hogares, posiblemente como consecuencia, en parte, de la inquietud respecto a futuras subidas de los impuestos. Los datos sobre comercio exterior ofrecen una perspectiva más positiva en la medida en que las exportaciones de las empresas japonesas seguían siendo sólidas hacia finales del 2004. Al mismo tiempo, las empresas encuestadas anunciaron sus planes de realizar grandes desembolsos en concepto de gastos de capital durante el resto del ejercicio fiscal en curso (que se cierra en marzo del 2005). Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IPC subió del 0,5% en octubre al 0,8% en noviembre. Estos incrementos recientes reflejan, en gran medida, un máximo temporal en los precios de los alimentos frescos, ya que el IPC, excluidos estos alimentos, registró de hecho un descenso del 0,2% (en tasa interanual) en noviembre, tras una caída del 0,1% en octubre.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, las tasas de crecimiento registraron una notable moderación en el segundo semestre del 2004. El crecimiento del PIB real se desaceleró hasta una tasa intertrimestral del 0,5% en el tercer trimestre, en comparación con el 0,9% observado en el segundo trimestre. Ello se debió, principalmente, a la evolución de la contribución de la demanda exterior neta y a una ralentización de la inversión. Si bien la contribución de la demanda exterior neta se redujo de 0,1 puntos porcentuales en el segundo trimestre a -0,3 puntos porcentuales en el tercero, el crecimiento de la formación bruta de capital fijo descendió hasta una tasa intertrimestral del 0,6%, en comparación con el 2,4% registrado en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, el gasto de los hogares se mantuvo sin cambios en el tercer trimestre, mientras que el consumo público se incrementó notablemente. De acuerdo con las encuestas de la Comisión Europea, el clima económico en el sector industrial se deterioró aún más en el cuarto trimestre, mientras que la confianza de los consumidores mostró una cierta mejoría. En lo que respecta a los precios, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo por debajo del objetivo del 2% (1,5% en noviembre, frente al 1,2% de octubre), siendo los servicios de transporte y la energía los componentes con mayor efecto alcista.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Suecia, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,9% en el tercer trimestre del 2004, en comparación con un 1% en el trimestre anterior, impulsado principalmente por un incremento de las existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa debido al estancamiento de las exportaciones. El IAPC, medido en tasa interanual, aumentó un 0,9% en diciembre, frente al 1,1% registrado en noviembre, como consecuencia del descenso de los precios de los combustibles.

En Dinamarca, el crecimiento del PIB real se desaceleró hasta una tasa intertrimestral del 0,1% en el tercer trimestre, y el mayor crecimiento de la demanda interna se compensó, en gran medida, con un significativo aumento de las importaciones, atribuible sobre todo al incremento de las importaciones de material de transporte y combustible. La tasa de inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo hasta el 1% en noviembre, en comparación con el 1,6% registrado en octubre, como consecuencia, principalmente, del descenso de los precios de la energía y el material de transporte.

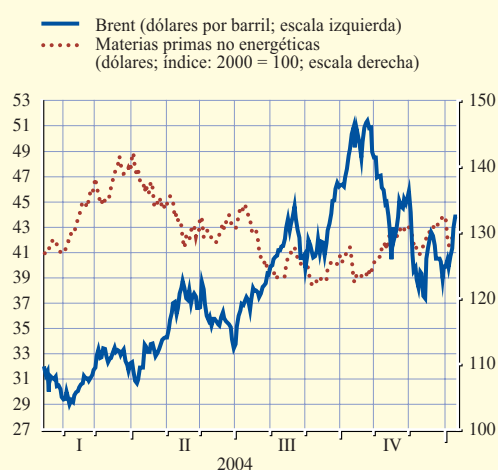
En los nuevos Estados miembros más grandes, el crecimiento del PIB real registró una desaceleración en el tercer trimestre, pero siguió siendo vigoroso. La inflación medida por el IAPC continuó reduciéndose gradualmente tras el considerable repunte observado en los meses anteriores del 2004. En la mayoría de estos países se suavizaron las presiones inflacionistas, principalmente como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos y la energía.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

En Asia excluido Japón, la actividad económica siguió desacelerándose paulatinamente, pero, en conjunto, se mantuvo bastante vigorosa. La reducción del crecimiento parece tener su origen, en gran medida, en la ralentización de la demanda externa de la región; los datos disponibles sobre el comercio exterior indican que la desaceleración de las exportaciones continuó en los últimos meses del 2004. Las presiones inflacionistas se atenuaron en muchos países en noviembre como consecuencia, principalmente, de la favorable evolución de los precios de los alimentos. Es probable que el impacto económico del tsunami sea bastante limitado, a pesar de la trágica pérdida de vidas humanas. Pese a las previsiones de que el sector turístico de los países afectados se resentirá en el corto plazo, los necesarios trabajos de reconstrucción podrían, de hecho, estimular el crecimiento del producto en la región.

En China, los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento económico ha seguido desacelerándose, pero sólo de forma paulatina. La tasa de crecimiento interanual de la producción industrial volvió a bajar hasta el 14,8% en noviembre, frente al 15,7% registrado en octubre. Asimismo, el crecimiento de la inversión en activos fijos se redujo desde el 26,4% observado en octubre hasta el 24,9% en noviembre. La inflación bajó notablemente en noviembre —principalmente, como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos— situándose la tasa interanual del IPC general en el 2,8%, frente al 4,3% registrado en octubre.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica mantuvo su expansión a un ritmo vigoroso. El sólido crecimiento del producto real —respaldado por las exportaciones y la demanda interna— fue generalizado en los tres grandes países de la región. La tasa de crecimiento interanual del PIB real correspondiente al tercer trimestre fue del 8,3% in Argentina, del 6,1% in Brasil y del 4,4% in México. Como consecuencia, en parte, de esta vigorosa evolución de la demanda, en los tres países persisten las presiones inflacionistas.

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron bastante por debajo de los máximos históricos en un entorno de considerable volatilidad. El 12 de enero de 2005, el precio del Brent era de 43,1 dólares estadounidenses, un 16% por debajo del máximo histórico alcanzado al final de octubre. La demanda de energía —uno de los principales factores que provocaron el acusado alza de los precios del crudo en el 2004— se atenuó al final del año, permitiendo un aumento de las existencias de productos petroleros. No obstante, los precios del crudo siguen siendo relativamente elevados y sobrepasan, en un 36% en dólares estadounidenses y en un 33% en euros, los niveles registrados hace un año. El estrecho margen de capacidad productiva sin utilizar a lo largo del proceso de producción y, por lo tanto, la gran sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, siguen presionando al alza sobre los precios. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan en torno a los niveles actuales durante todo este año y que bajen paulatinamente hasta situarse en unos 38 dólares el barril para finales del 2007.

Tras un continuo descenso con respecto a los máximos registrados en abril del 2004, los precios de las materias primas no energéticas subieron ligeramente en noviembre y diciembre. Los precios de los alimentos repuntaron tras una caída un tanto acusada en los meses anteriores, mientras que los de las materias primas no energéticas se situaban en diciembre del 2004 un 8,9% por encima de los niveles observados un año antes.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERNO

Las perspectivas generales de la economía mundial y de la demanda externa de la zona del euro siguen siendo relativamente favorables. No obstante, es probable que el crecimiento siga moderándose en cierta medida con respecto a los altos niveles observados a principios del 2004, en consonancia con la evolución observada en los últimos trimestres, algo que también parece desprenderse de los datos de algunos indicadores mundiales contemporáneos y adelantados (por ejemplo, el indicador adelantado sintético de la OCDE y el índice de directores de compras).

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos recientes confirman el fortalecimiento de la evolución monetaria observado desde mediados del 2004. El impacto estimulante de los reducidos tipos de interés en el crecimiento de M3 ha compensado, de manera creciente, los efectos moderadores de la normalización en curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en lo que respecta a la asignación de carteras, tras la excepcional preferencia por la liquidez registrada durante el período de elevada incertidumbre económica, entre el 2001 y mediados del 2003. Los bajos tipos de interés también han favorecido el fortalecimiento de la ya intensa tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. En general, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

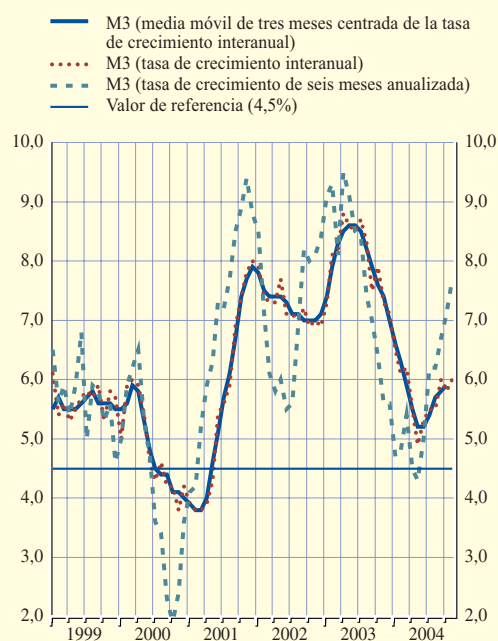
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se elevó hasta el 6% en noviembre del 2004, desde el 5,8% de octubre (véase gráfico 3). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual aumentó hasta el 5,9% en el período comprendido entre septiembre y noviembre, frente al 5,8% registrado entre agosto y octubre del 2004. La evolución a más corto plazo de M3 se mantuvo intensa en noviembre, como se reflejó, por ejemplo, en el nuevo incremento, hasta el 7,7%, de la tasa de crecimiento de seis meses anualizada.

La evolución monetaria siguió estando influida por dos factores. Por un lado, el fuerte crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM y el relativamente moderado crecimiento de los instrumentos negociables incluidos en M3 indican que continúa la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras, y los sectores tenedores de dinero están sustituyendo fondos por activos a más largo plazo. No obstante, el impacto moderador resultante sobre el crecimiento de M3 ha sido menor del que cabría haber esperado a partir de regularidades anteriores. Por otro, la persistente e intensa demanda de los componentes más líquidos de M3 y de préstamos de las IFM al sector privado refleja el efecto estimulante de los reducidos tipos de interés vigentes. Desde mediados del 2004, este impacto ha sido el principal factor impulsor del crecimiento de M3.

Considerando la fortaleza del crecimiento de M3 en los últimos años, confirmada por la evolución monetaria más reciente, en la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. En caso de que una parte considerable de este exceso de liquidez se transforme en dinero para transacciones, sobre todo en momentos en los que está aumentando la confianza y la actividad económica real, se incrementarían los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Por otra parte, un elevado exceso de liquidez y un intenso crecimiento del crédito podrían dar lugar a fuertes subidas del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La persistencia de la demanda de los componentes más líquidos de M3 incluidos en el agregado monetario estrecho M1 siguió constituyendo la principal contribución a la intensa evolución de M3. Esto se debe, en gran medida, a los reducidos tipos de interés y, en consecuencia, al reducido coste de oportunidad de mantener estos activos, líquidos pero de bajo rendimiento. La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 9,7% en noviembre del 2004, desde el 9% de octubre (véase cuadro 1), como consecuencia del aumento de la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista (hasta el 8,2% en noviembre, en comparación con el 7,2% del mes anterior). La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo muy elevada en noviembre, en el 19,2%, como resultado de la intensa demanda de billetes en euros tanto dentro como fuera de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó hasta el 3,2% en noviembre, desde el 3,6% de octubre. Esta disminución oculta una evolución divergente de los distintos componentes. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) aumentó ligeramente, el descenso registrado en los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) fue mayor que en el mes anterior. Es probable que la moderada demanda de depósitos a corto plazo se deba al hecho de que, actualmente, su remuneración no parece compensar su menor liquidez, sobre todo si se comparan con los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 prácticamente no experimentó variaciones en noviembre y se situó en el 2,9%, desde el 2,8% de octubre. La contribución de estos instrumentos al crecimiento de M3 ha sido relativamente moderada desde mediados del 2004. Dado que, con frecuencia, estos instrumentos se mantienen como activos seguros y líquidos en épocas de elevada incertidumbre, el comportamiento observado recientemente confirma la opinión de que los residentes en la zona del euro han continuado con el proceso de normalización en cuanto a la asignación de carteras, aunque todavía a un ritmo lento (véase el recuadro 1, titulado «Enfoques para identificar y estimar los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado»).

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

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

Fuente: BCE.

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

Recuadro I

ENFOQUES PARA IDENTIFICAR Y ESTIMAR LOS DESPLAZAMIENTOS DE CARTERA HACIA M3 Y FUERA DE ESTE AGREGADO

El período de excepcional incertidumbre económica y financiera comprendido entre los años 2001 y 2003 se tradujo en una fuerte preferencia de los inversores por los activos líquidos. Los correspondientes y extraordinarios desplazamientos de cartera dieron lugar a un elevado crecimiento de M3 y a una ininterrumpida acumulación de exceso de liquidez. Aunque en el largo plazo existe, en general, en la zona del euro una relación estrecha entre el comportamiento de M3 y los precios de consumo, cuando se producen importantes desplazamientos de cartera es posible que esta relación quede oculta, al menos temporalmente. De hecho, puede haber situaciones en las que los riesgos para la estabilidad de precios asociados al exceso de liquidez creado por tales desplazamientos de cartera hacia el dinero no se materialicen. Por ejemplo, puede que tales desplazamientos sean solamente temporales y que reviertan posteriormente a medida que la incertidumbre que los causó disminuya. Por otra parte, aún si tienen un carácter más permanente, puede que simplemente se deban a que los inversores tienen una preferencia mayor por la liquidez, es decir, un deseo de tener activos líquidos y seguros en lugar de activos a largo plazo con mayores riesgos. En ese caso, los desplazamientos supondrían un cambio estructural en la demanda de dinero. No obstante, también existe el riesgo de que el exceso de liquidez procedente de los desplazamientos de cartera se convierta en un momento determinado en dinero para transacciones.

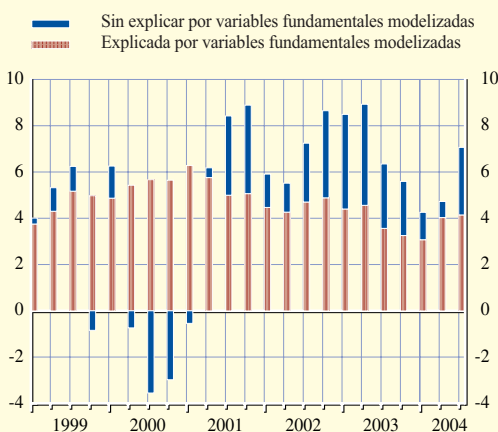
Si bien es probable que la realidad es siempre una amalgama de estas distintas posibilidades, un primer paso en el análisis de los riesgos ha de ser el de entender la magnitud de los desplazamientos. Por ello, en este recuadro se presentan algunos enfoques para identificarlos y cuantificarlos.

Identificación de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia el dinero

Lo ideal sería que la relación entre un mayor grado de incertidumbre y la aversión al riesgo resultante, por un lado, y la demanda de instrumentos líquidos incluidos en M3, por otra, se analizaran mediante un modelo económico estructural que captara de forma explícita el comportamiento económico subyacente. Sin embargo, el tipo y la magnitud de las perturbaciones (los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 y la caída y la volatilidad prolongadas de los mercados bursátiles) que han impulsado los recientes desplazamientos de cartera no tuvieron precedentes, al menos desde los primeros años de la década de los ochenta, período para el que se dispone de datos monetarios para la zona del euro. Así pues, la experiencia anterior puede no ser una buena guía para la modelización explícita del impacto de estas perturbaciones en tiempo real. Además, la complejidad inherente a la se-

Gráfico A Descomposición del crecimiento trimestral de M3 nominal en la zona del euro utilizando un modelo de demanda de dinero

(tasas de variación trimestral anualizadas)

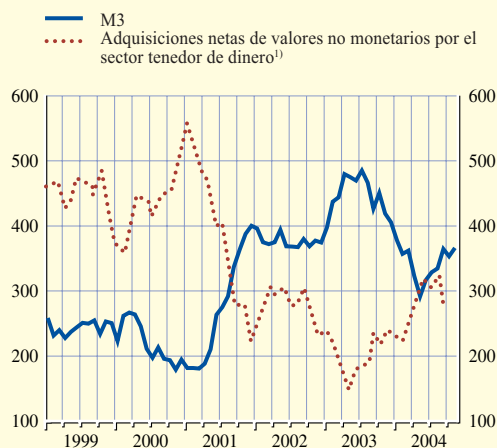


Fuente: BCE.

Nota: Las contribuciones se obtienen a partir del modelo presentado en Calza A., D. Gerdesmeier y J. Levy (2001), «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», documento de trabajo del FMI, n.º 01/179.

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

(flujos anuales; mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

1) Calculadas como préstamos a los residentes en la zona del euro, más la emisión de valores por el sector tenedor de dinero, más la balanza por cuenta corriente, menos los instrumentos incluidos en M3, menos los depósitos a largo plazo en las IFM, menos las operaciones netas con el exterior del sector tenedor de dinero que no sean en valores.

Gráfico C Correlación condicionada entre el rendimiento de la renta variable y el rendimiento de la deuda pública a largo plazo¹⁾

(datos trimestrales; escala inversa)



Fuente: estimación del BCE.

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

lección de cartera por parte de los inversores no puede modelizarse adecuadamente con los datos agregados disponibles.

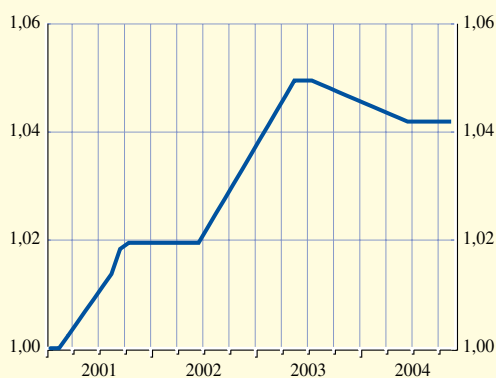
Los modelos de demanda de dinero disponibles han dejado «sin explicar» un componente importante del crecimiento monetario en los períodos recientes, especialmente en la segunda mitad del 2001 y en el período comprendido entre la última parte del 2002 y mediados del 2003 (véase gráfico A). Esto indica el carácter especial de estos períodos, que da lugar a la búsqueda de explicaciones detalladas.

Para identificar y explicar los desplazamientos de cartera con vistas a construir una medida ajustada de M3, hay otros enfoques que sirven también de ayuda, en particular, la selección razonada de entre una amplia gama de indicadores económicos los que se considere que captan, en tiempo real y de una manera relativamente estable, el impacto cuantitativo de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado. A continuación se presentan dos de ellos:

El primer indicador es una medida cuantitativa de la adquisición neta de valores no monetarios (es decir, activos financieros no incluidos en M3) por el sector tenedor de dinero de la zona del euro (véase gráfico B). El indicador muestra un fuerte descenso en aquellos períodos en los que factores fundamentales del modelo dejan sin explicar una gran parte del fortalecimiento de la demanda de dinero, es decir, la segunda mitad del 2001 y el período comprendido entre la última parte del 2002 y mediados del 2003. Además, señala cierta normalización en el comportamiento de los inversores en la asignación de carteras en el período transcurrido entre mediados del 2003 y la primavera del 2004, cuando se produjo una moderación en la dinámica de M3 que se correspondió de modo significativo con una mayor inversión en activos no monetarios.

El segundo indicador es una medida de la aversión al riesgo agregada aproximada por la correlación condicionada entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo y los índices bursátiles¹. Esta medida puede señalar el momento y el patrón de los desplazamientos de cartera (véase gráfico C). El gráfico C indica que la aversión al riesgo aumentó significativamente entre el 2000 y principios del 2003, es decir, un período en el que el crecimiento de M3 no puede ser explicado adecuadamente por las variables macroeconómicas fundamentales. A pesar de un descenso considerable, la aversión al riesgo se mantuvo relativamente alta en los años 2003 y 2004, lo que posiblemente explica por qué la asignación de carteras de los inversores de la zona del euro tendió a normalizarse más lentamente de lo que hubiera sido de esperar de acuerdo con la experiencia anterior.

Gráfico D Factores de ajuste de los desplazamientos de cartera para el nivel de M3¹⁾



Fuente: BCE.

1) Obtenidos a partir de un modelo univariante de series temporales tal y como se describe en el texto. Una cifra de 1,05 indica que los desplazamientos de cartera representan el 5% del nivel de M3.

En general, y tomados conjuntamente, los indicadores confirman que se pueden identificar dos fases de desplazamientos de cartera extraordinarios en el período comprendido entre el 2001 y mediados del 2003. Además, el período a partir de mediados del 2003, especialmente entre mediados del 2003 y mediados del 2004, se caracterizó por cierta normalización del comportamiento de los inversores en la asignación de carteras, aunque a un ritmo relativamente lento.

Cuantificación del impacto de los extraordinarios desplazamientos de cartera con modelos univariantes de series temporales

El carácter extraordinario de los períodos en estudio se ve confirmado cuando se analizan los errores de predicción un período hacia adelante de un modelo univariante de series temporales². El patrón de estos errores de predicción durante el período analizado es acorde con la información empírica sobre los desplazamientos de cartera proporcionada por los indicadores mencionados anteriormente. Una manera de cuantificar el impacto de los extraordinarios desplazamientos de cartera es la introducción de las denominadas variables de «intervención» (variables ficticias y tendencias) en el modelo univariante de series temporales durante los períodos citados para el nivel de M3³. Más específicamente, el impacto de los desplazamientos de cartera extraordinarios hacia el dinero en el año 2001 y entre el otoño del 2002 y comienzos del 2003 se modeliza como un efecto linealmente creciente sobre el nivel de M3, mientras que la reversión gradual de anteriores desplazamientos de cartera en el período comprendido entre mediados del 2003 y mediados del 2004 se supone que procede linealmente a un tercio del ritmo observado en anteriores desplazamientos hacia M3. El patrón que se ha supuesto para los

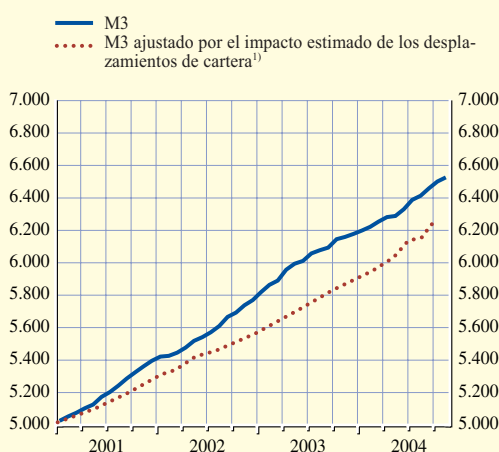
1 Para más detalles de esta medida de la aversión al riesgo, véase el recuadro titulado «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios» en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2004.

2 Para más detalles del modelo univariante de series temporales, véase el recuadro titulado «Identificación y cuantificación de la distorsión de M3 al inicio de la tercera fase de la UEM, tomando como base un modelo lineal univariante de series temporales» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2001.

3 En el recuadro titulado «Estimación de la magnitud de los desplazamientos de cartera desde la renta variable hacia el dinero», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2003, se presentan algunos enfoques alternativos.

Gráfico E M3 y M3 ajustado por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

(mm de euros; datos ajustados por efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.
 Nota: Las series se han construido a partir del índice de valores ajustados, siendo su período base enero del 2001.
 1) Las correcciones se han efectuado utilizando los factores que figuran en el gráfico D.

Gráfico F M3 y M3 ajustado por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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



Fuente: BCE.
 1) Véase gráfico D.

desplazamientos de cartera es estadísticamente significativo, mostrándose en el gráfico D los factores de ajuste asociados para el nivel de M3. (Una cifra de 1,05 indica, pues, que los desplazamientos de cartera representan el 5% del nivel de M3).

Al aplicar estos factores de ajuste al nivel de M3 se consigue una estimación de M3 ajustada por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera⁴ (véanse gráficos E y F). El nivel de esta serie de M3 ajustado se ha mantenido constantemente por debajo de la serie de M3 oficial desde marzo del 2001. Por el contrario, a partir de marzo del 2004, la tasa de crecimiento de la estimación de M3 ajustado ha sido, por primera vez, superior a la de la serie oficial, lo que es coherente con la reversión moderada de anteriores desplazamientos de cartera

Si bien la estimación de los desplazamientos de cartera capta relativamente bien las regularidades empíricas, hay que tener en cuenta ciertas salvedades. En primer lugar, las estimaciones se derivan de un modelo muy sencillo que no puede captar las complejas interrelaciones de un gran número de factores que determinan el comportamiento de los inversores en la asignación de carteras. En segundo lugar, la estimación de los factores de ajuste incluye elementos de juicio. Por estos motivos, cuantificar la magnitud exacta de los desplazamientos de cartera no es sencillo, y todas las estimaciones tienen, inevitablemente, un considerable grado de incertidumbre.

4 En esta estimación se ha introducido una pequeña corrección adicional para los movimientos volátiles de los depósitos de la Administración Central entre los años 2002 y 2004.

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 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 Oct	2004 Nov
Sociedades no financieras	41,9	3,5	3,2	4,0	4,6	5,1	5,2
Hasta un año	31,1	-0,8	-2,4	-2,1	-0,6	1,5	2,6
De uno a cinco años	17,4	3,0	3,6	6,4	6,0	5,4	5,0
Más de cinco años	51,6	6,5	6,9	7,2	7,4	7,3	6,9
Hogares²⁾	50,3	6,4	6,6	7,3	7,8	7,8	7,9
Crédito al consumo ³⁾	13,5	2,9	4,4	5,7	6,2	5,9	6,5
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	68,1	8,1	8,4	9,0	9,9	9,8	9,9
Otras finalidades	18,4	3,2	2,3	2,3	1,7	2,0	1,8
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	11,9	8,6	18,8	18,2	9,5	10,3
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,1	11,7	8,9	8,5	8,3	9,2	10,0

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.

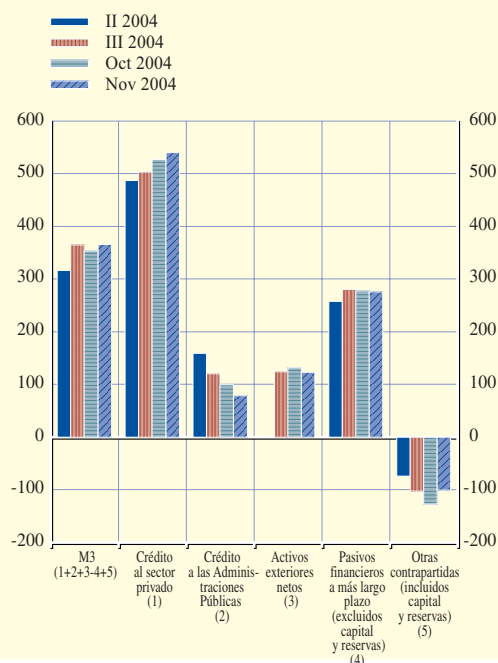
PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, el efecto estimulante de los reducidos tipos de interés en la evolución de M3 quedó reflejado en el fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, que se situó en el 6,9% en noviembre, desde el 6,8% de octubre (en noviembre, el crecimiento intermensual fue del 0,7% por tercer mes consecutivo). Este fortalecimiento ha pasado a ser más generalizado en los distintos sectores, ya que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares y la de los préstamos a las sociedades no financieras se elevó en noviembre, hasta el 7,9% y el 5,2%, respectivamente (véase cuadro 2). La principal contribución a la expansión del crédito al sector privado fue la de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que crecieron a una tasa interanual del 9,9% en noviembre. Aparte del reducido nivel de los tipos de interés hipotecarios en toda la zona del euro, la intensa evolución del mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro parece estar favoreciendo el endeudamiento hipotecario. El incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras observado en noviembre supone la continuación de la tendencia al alza patente desde principios del 2004.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas descendió hasta el 3,5% en noviembre, desde el 4,5% del

Gráfico 4 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

mes anterior (véase cuadro 1). En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, descendió ligeramente, hasta el 6%, en noviembre, desde el 6,1% de octubre.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) fue del 8,8%, prácticamente sin variaciones con respecto a octubre (véase cuadro 1). El intenso crecimiento de estos pasivos apunta a un proceso de sustitución de activos monetarios por otros a más largo plazo, y, con ello, a una normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en lo que respecta a la asignación de carteras.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se redujeron hasta 123 mm de euros en noviembre, desde 132 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta octubre. Los movimientos a corto plazo de la posición acreedora neta frente al exterior pueden ser bastante volátiles y, en consecuencia, no se les debe conceder excesiva importancia. No obstante, podría considerarse que los datos de noviembre indican una moderación de las entradas netas de capital tras cuatro incrementos mensuales consecutivos.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas de M3, la persistente e intensa expansión de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) asociada a la desaparición de los anteriores y excepcionales desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios contribuyó a la moderación del crecimiento de M3. En cambio, el incremento de los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, impulsado por los bajos tipos de interés, continúa teniendo un fuerte impacto positivo en el crecimiento de M3. Este último efecto ha pasado, de forma creciente, a ser dominante, lo que ha dado lugar a un crecimiento más rápido de M3 en los últimos meses.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en octubre del 2004, reflejando una evolución similar a escala sectorial. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo en los niveles moderados observados en los dos últimos años.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

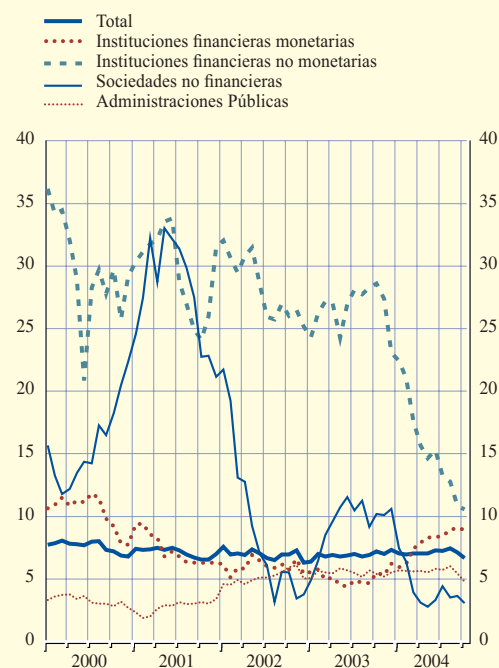
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 6,7% en octubre del 2004, desde el 7,1% de septiembre (véase gráfico 5). La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo continuó creciendo con fuerza, a una tasa que se situó en el 7% en octubre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo moderada.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo elevada, bastante por encima de la tasa media de crecimiento interanual de aproximadamente el 5% registrada en el 2003, a pesar de descender hasta el 8,9% en octubre del 2004 (véase cuadro 3). Es muy probable que este elevado nivel esté relacionado con el fortalecimiento del ya intenso crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero, principalmente de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

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 se redujo 0,4 puntos porcentuales, hasta

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

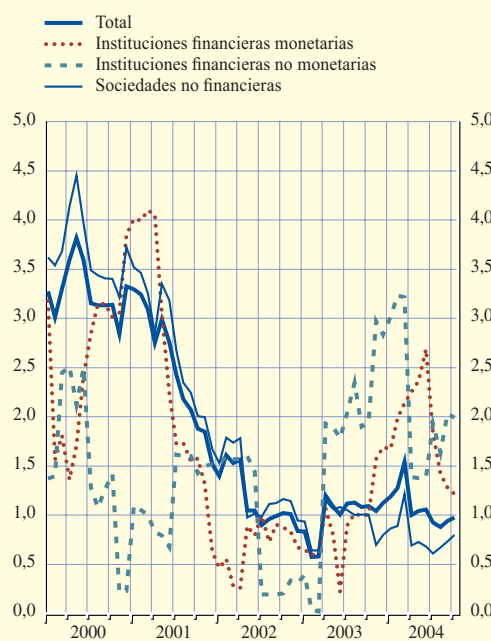
(tasas de crecimiento interanual)



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

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

el 7,1%, en octubre del 2004, como consecuencia del menor crecimiento de las emisiones de las instituciones financieras no monetarias y de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias, que habitualmente proporcionan financiación indirecta a las IFM y a las sociedades no financieras a través de filiales financieras y de entidades de propósito especial, descendió 0,3 puntos porcentuales en octubre del 2004. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo intensa, en el 10,6%, en octubre del 2004.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó 0,6 puntos porcentuales, hasta el 3,1%, en octubre del 2004, considerablemente inferior a la tasa media de crecimiento interanual del 9,2% en el 2003. La relativamente baja actividad en lo que respecta a la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras puede estar relacionada con la mejora de los beneficios empresariales observada en el 2004, que ha estimulado el ahorro interno y en consecuencia, ha reducido las necesidades de financiación externa de las empresas. Al mismo tiempo, la emisión de valores distintos de acciones parece ir a la zaga de los incrementos registrados en el crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras desde marzo del 2004.

En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas descendió hasta el 4,8% en octubre del 2004, desde el 5,4% de septiembre. El origen de esta disminución fue el aumento de la amortización neta de este tipo de valores

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 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 Sep	2004 Oct
Valores distintos de acciones	9.234	7,1	7,1	7,1	7,3	7,1	6,7
IFM	3.533	5,4	6,3	8,0	8,7	9,1	8,9
Instituciones financieras no monetarias	714	27,2	21,2	15,6	13,0	10,9	10,6
Sociedades no financieras	587	10,1	7,0	3,2	3,8	3,7	3,1
Administraciones Públicas	4.400	5,4	5,6	5,6	5,8	5,4	4,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.159	4,6	4,9	5,0	5,2	4,9	4,3
Otras Administraciones Públicas	241	22,4	21,5	18,4	16,4	15,3	14,1
Acciones cotizadas	3.761	1,1	1,3	1,1	0,9	0,9	1,0
IFM	580	1,3	1,9	2,3	1,7	1,3	1,2
Instituciones financieras no monetarias	362	2,4	3,1	1,7	1,8	2,0	2,0
Sociedades no financieras	2.819	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8

Fuente: BCE.

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

por parte de la Administración Central y una emisión bruta relativamente reducida por otras Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central cayó hasta el 4,3% en octubre, desde el 4,9% del mes precedente, y actualmente se sitúa por debajo de la tasa media de crecimiento del 2003. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de esta clase de valores por otras Administraciones Públicas cayó hasta el 14,1% en octubre, frente al 15,3% de septiembre.

ACCIONES COTIZADAS

La moderada actividad observada en el mercado primario de acciones en los dos últimos años continuó en octubre del 2004. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó, y se situó en el 1% en octubre, reflejando una evolución similar a escala sectorial (véanse gráfico 6 y cuadro 3). Las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y las IFM se situaron en el 0,8% y en el 1,2%, respectivamente. Durante el citado mes, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros), no experimentó variaciones y fue del 2%. Es probable que la moderada actividad del mercado primario de acciones se deba a la mejora de los beneficios empresariales, que ha favorecido la disponibilidad de financiación interna, a una recuperación, aunque sólo gradual, de las fusiones y adquisiciones, y al relativamente elevado coste de la financiación mediante acciones.

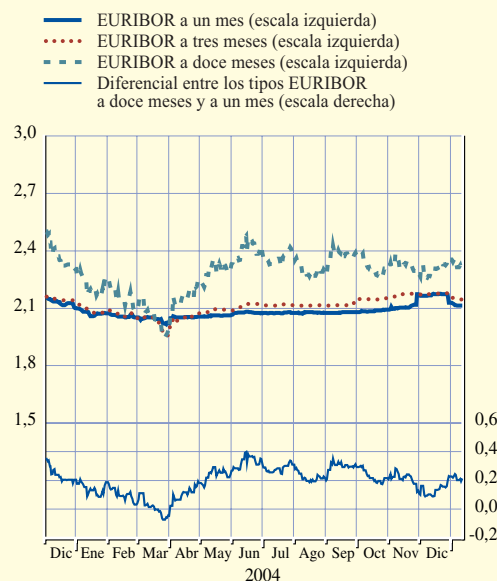
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron estables durante la mayor parte de diciembre, mientras que los tipos a largo plazo se elevaron ligeramente en el citado mes. En consecuencia, la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó levemente su inclinación en diciembre.

Tras descender en noviembre del 2004, los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario aumentaron en diciembre. El 12 de enero del 2005, los tipos de interés a doce meses del mercado monetario

Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

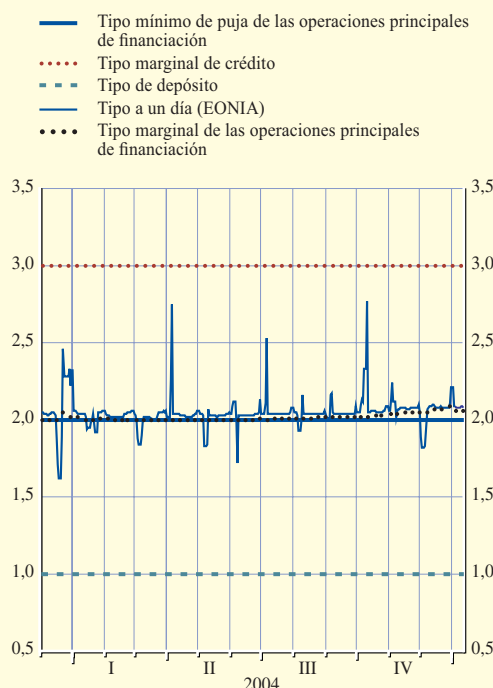
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

eran 6 puntos básicos más elevados que los observados a finales de noviembre del 2004 (véase gráfico 7). En diciembre del 2004, los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario, aunque afectados por el efecto de fin de año habitual, se mantuvieron en niveles próximos a los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 8). En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó su inclinación. El diferencial entre el EURIBOR a doce meses y el EURIBOR a un mes era de 21 puntos básicos el 12 de enero del 2005, es decir, aproximadamente 8 puntos básicos por encima del nivel de comienzos de diciembre del 2004.

Los tipos de interés implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses con fecha de entrega en marzo, junio y septiembre del 2005 descendieron, y el 12 de enero se situaban en el 2,19%, el 2,30% y el 2,42%, respectivamente, próximos a los niveles observados a principios de diciembre del 2004.

Después de que el período de mantenimiento de reservas que terminó el 7 de diciembre finalizara sin problemas, los tipos de interés a los plazos más cortos se vieron afectados por el habitual efecto de fin de año entre principios de diciembre del 2004 y enero del 2005. Los tipos marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema liquidadas en diciembre, que se situaban por encima del tipo mínimo de puja, el 2%, se incrementaron gradualmente hacia finales de año, pero en las primeras operaciones principales de financiación del 2005 volvieron a descender hasta los niveles observados a comienzos de diciembre del 2004. Durante la mayor parte del mes de diciembre, el EONIA se situó entre el 2,08% y el 2,10%, y el 31 de diciembre se incrementó hasta el 2,21% como consecuencia del habitual efecto de fin de año. Sin embargo, este efecto fue más limitado que en los últimos años, lo que, en parte, puede estar relacionado con el hecho de que el BCE proporcionara abun-

dante liquidez a las entidades de crédito en diciembre. En la operación de financiación a plazo más largo ejecutada el 23 de diciembre, los tipos de interés de las subastas se situaban entre 4 y 6 puntos básicos por debajo del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En general, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos en diciembre del 2004 y principios de enero del 2005. La evolución del rendimiento de la deuda pública fue paralela en ambos lados del Atlántico, tras el comportamiento divergente de los tipos de interés en los últimos meses. Aunque el descenso del rendimiento de la deuda pública en la zona del euro estuvo vinculado a la disminución del rendimiento real registrado en Estados Unidos, la caída se debió a la reducción de las tasas de inflación implícita.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo descendió, en líneas generales, unos 10 puntos básicos entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, fecha en que se situó aproximadamente en el 4,3% (véase gráfico 9). Fundamentalmente, la reducción se produjo tras la publicación de datos sobre empleo, a principios de diciembre, que fueron percibidos como peores de lo esperado por los participantes en el mercado. A principios de enero, el rendimiento de los bonos se recuperó ligeramente, en parte como respuesta a la publicación de las actas de la reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal el 14 de diciembre, que se percibieron como que apuntaban a un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos a un ritmo más rápido que el esperado por el mercado.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación prácticamente no registró variaciones entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, lo que señala que, en general, las expectativas de crecimiento de los mercados no se modificaron durante el citado período. Las preocupaciones inflacionistas parecieron haber disminuido ligeramente, como indica la reducción de aproximadamente 15 puntos básicos de las tasas de inflación implícita a largo plazo (calculadas por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de los bonos indicados con la inflación), hasta situarse en un nivel en torno al 2,6% el 12 de enero de 2005. Es posible que esta evolución sea atribuible, en parte, a la bajada de los precios del petróleo.

La incertidumbre imperante entre los participantes en los mercados en lo que respecta a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, medida por la volatilidad implícita en el mercado de renta fija, prácticamente no se modificó en diciembre del 2004 y comienzos de enero del 2005, y permaneció en un nivel ligeramente inferior a su media desde 1999 (véase gráfico 10).

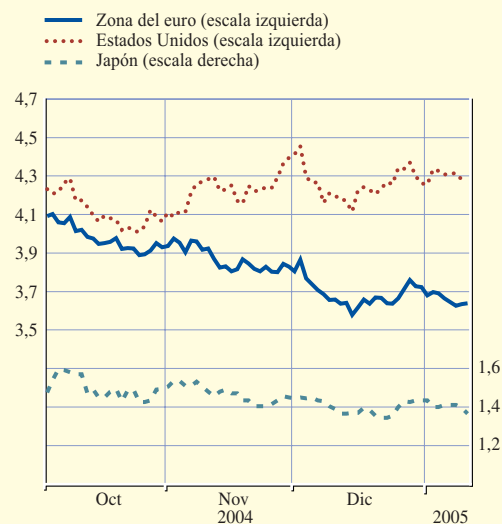
JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no registró variaciones durante el período comprendido entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, fecha en que se situó en el 1,4%, ya que la mayor parte de los datos importantes publicados eran acordes con las expectativas del mercado. Por ello, en líneas generales, la percepción de los participantes en el mercado sobre el crecimiento económico y la inflación en la economía japonesa no se modificó.

La incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución futura del rendimiento de los bonos, medida por la volatilidad implícita en el mercado de renta fija, prácticamente no registró variaciones en diciembre y principios de enero, y permaneció en un nivel inferior a la media registrada desde 1999.

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

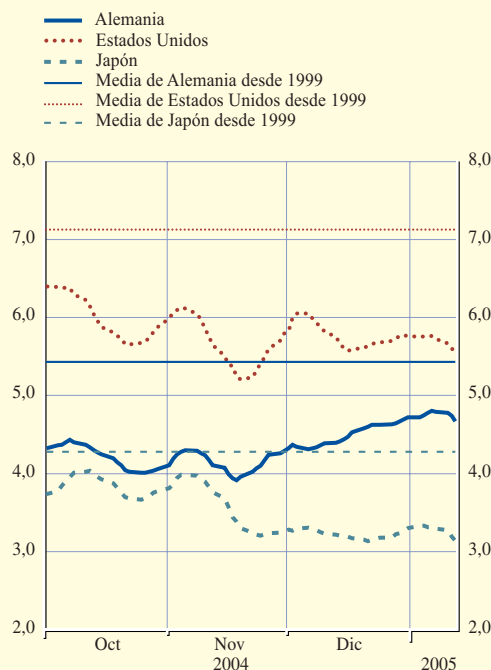


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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 10 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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



Fuente: Bloomberg.

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

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió aproximadamente 20 puntos básicos entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, fecha en que se situó en torno al 3,6%. La evolución del rendimiento de los bonos de la zona del euro y de Estados Unidos volvió a ser, en cierta medida, paralela, tras el comportamiento divergente observado a finales de octubre y en noviembre. El diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se amplió ligeramente, situándose en aproximadamente 65 puntos básicos el 12 de enero.

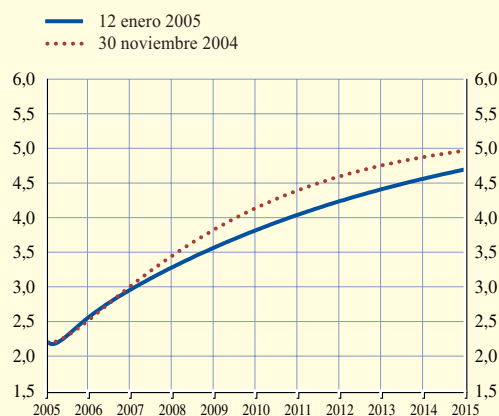
El descenso general del rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro pareció estar vinculado, en parte, a la evolución observada en Estados Unidos. La publicación a principios de diciembre de datos sobre empleo en Estados Unidos peores de lo esperado también forzó a la baja el rendimiento de los bonos de la zona del euro que, por otra parte, también pudo haber resultado presionado adicionalmente a la baja por la preocupación de los participantes en el mercado de que el tipo de cambio del euro pueda fortalecerse más. La evolución a la baja del rendimiento de los bonos únicamente fue patente en los bonos a medio y a largo plazo, mientras que el de los bonos a más corto plazo prácticamente no registró variaciones (véase gráfico 11).

Gran parte de la caída del rendimiento de los bonos nominales a largo plazo de la zona del euro es atribuible a los descensos registrados en el rendimiento de los bonos reales, lo que posiblemente apunta a

una leve moderación general de las expectativas de crecimiento de la zona del euro de los participantes en el mercado. El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación se redujo unos 10 puntos básicos entre finales de noviembre de 2004 y el 12 de enero de 2005. A mediados de diciembre, el rendimiento de los bonos franceses a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, cayó hasta aproximadamente el 1%, el nivel más bajo desde que se emitieron por primera vez, en el 2001, aunque posteriormente se recuperó, y el 12 de enero se situaba en torno al 1,2%. La tasa de inflación implícita a diez años, calculada por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de los bonos públicos indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, disminuyó ligeramente y se situó alrededor del 2,2%, un nivel todavía relativamente elevado en términos históricos. No obstante, las tasas de inflación implícita son un indicador imperfecto de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, ya que pueden incluir varias primas de riesgo, incluida una prima de incertidumbre sobre la inflación y una prima de liquidez, y también pueden verse afectadas por factores puramente técnicos.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

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

Los diferenciales de los mercados de renta fija se mantuvieron en un nivel reducido (véase recuadro 2), mientras que la incertidumbre en torno a la evolución futura del mercado de renta fija en la zona del euro, medida por la volatilidad implícita en el mercado de renta fija, prácticamente no registró variaciones en diciembre del 2004 y principios de enero del 2005, y permaneció en un nivel inferior a la media observada desde 1999.

Recuadro 2

DETERMINANTES DE LA CAÍDA DE LOS DIFERENCIALES DE RENTA FIJA PRIVADA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Los diferenciales entre el rendimiento de la renta fija a largo plazo y el de la deuda pública se han estrechado desde finales del 2002. La reducción fue especialmente pronunciada en el caso de los diferenciales de renta fija privada de escasa calidad crediticia (entre A y BBB), que se está negociando actualmente a niveles históricamente bajos (véase gráfico A). En este recuadro se analiza los factores que afectan a los diferenciales de renta fija privada. En particular, se destaca la estrecha relación entre los diferenciales de renta fija privada y la volatilidad implícita del mercado de renta variable¹.

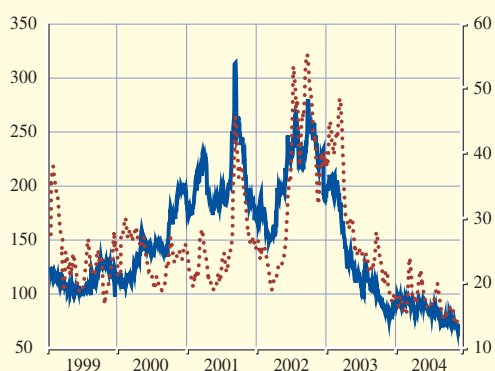
Los precios de la renta fija privada y de la deuda pública reflejan la probabilidad de que, en caso de impago por parte de la empresa, los tenedores de bonos dejen de percibir sus derechos económicos. En general, la probabilidad de impago es mayor en el caso de la renta fija privada, por lo que se ne-

¹ La teoría de valoración de opciones brinda un marco riguroso para el análisis del impacto de los factores que afectan a los diferenciales de renta fija privada. Véase Merton R.C. (1974), «On the pricing of corporate debt: the risk structures of interest rates», *Journal of Finance*, vol. 29.

Gráfico A Diferenciales de renta fija privada y volatilidad implícita del mercado de renta variable en la zona del euro

(en porcentaje y puntos básicos; datos diarios)

— Diferenciales de renta fija privada BBB (escala izquierda)¹⁾
 Volatilidad implícita del índice Dow Jones EURO STOXX 50 (escala derecha)²⁾



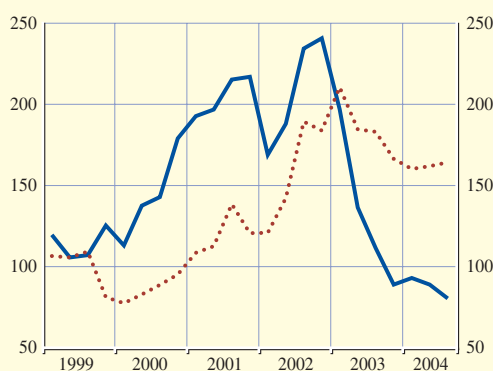
Fuentes: Bloomberg, Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

1) Diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada a siete y diez años y el rendimiento de la deuda pública a siete y diez años.
 2) Desviación típica esperada de las variaciones porcentuales de las cotizaciones durante un periodo de hasta tres meses implícita en el precio de las opciones sobre índices bursátiles.

Gráfico B Diferenciales de renta fija privada y ratio deuda-capital en la zona del euro

(en porcentaje y puntos básicos; datos trimestrales)

— Diferencial de renta fija privada BBB (escala izquierda)¹⁾
 Ratio deuda-capital²⁾



Fuentes: BCE y Thomson Financial Datastream.

1) Diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada a siete y diez años y el rendimiento de la deuda pública a siete y diez años.
 2) La deuda incluye los préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias y otras instituciones financieras, los valores distintos de acciones emitidos y las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras. El capital incluye las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras.

gocia a un precio que es más bajo que el precio de la deuda pública con vencimientos similares y con pago de cupón. La diferencia de precios, que se traduce en diferencias en los rendimientos, suele denominarse diferencial de rendimientos de la renta fija privada. Este diferencial es una medida de la prima adicional que exigen los inversores por asumir un riesgo de crédito, además del denominado «riesgo de mercado».

Cuando una empresa no atiende sus obligaciones de pago, sus activos se utilizan para devolver las deudas pendientes, concediéndose prioridad a los acreedores sobre los accionistas. Sin embargo, si el valor de los activos restantes es menor que el valor total de la deuda, puede que los tenedores de bonos no reciban ningún pago o que reciban sólo una parte.

Para entender la relación existente entre los diferenciales de renta fija privada y la volatilidad del mercado de renta variable, conviene tener presente que una empresa cuyos activos sean más volátiles es más susceptible de llegar a una situación de impago, ya que hay más probabilidades de que el valor de la empresa sea, en un momento determinado, inferior al valor de su deuda pendiente. Por lo tanto, cuando la volatilidad de los activos es alta, los inversores en renta fija exigirán una compensación adicional en forma de un mayor diferencial de rendimientos con respecto a los tipos de mercado. Por ello, cabe esperar una relación positiva entre los diferenciales de renta fija privada y la volatilidad de los activos.

La volatilidad de los activos de una empresa no suele ser conocida por los inversores. No obstante, pueden calcular la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones de la empresa, que es una medida de la volatilidad de la renta variable. Los diferenciales entre el rendimiento de la renta fija privada calificada BBB y el rendimiento de la deuda pública con vencimientos similares y la volatilidad implícita del índice Euro STOXX 50 parecen, realmente, compartir una tendencia común

(véase gráfico A). Cuando la volatilidad implícita decrece, los diferenciales de renta fija privada de las empresas en riesgo se estrechan y viceversa.

La probabilidad de impago está también relacionada con el endeudamiento de la empresa, que puede medirse con la ratio deuda-capital. Cuando la deuda de la empresa en comparación con el valor de su capital es elevado, puede que a la empresa le resulte difícil atender sus obligaciones de pago. Así pues, es probable que los tenedores de renta fija exijan una prima más elevada como compensación por el mayor riesgo de impago. El nivel de los diferenciales de renta fija debería estar, pues, relacionado con la ratio deuda-capital. De hecho, en los últimos años, se ha observado también cierta correlación entre la ratio agregada deuda-capital de las empresas de la zona del euro y los diferenciales de renta fija privada (véase gráfico B).

Por último, se puede conjeturar que el bajo nivel de los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro está relacionado asimismo con los reducidos niveles de los tipos de interés, lo que podría tener un efecto positivo sobre el apalancamiento de las empresas. Si el valor de una empresa se ve afectado por el nivel de los tipos de interés, tipos de interés más reducidos implicarían, para un nivel de deuda dado, una ratio deuda-capital más baja. Por lo tanto, el diferencial de crédito y el nivel de los tipos de interés deberían estar relacionado positivamente. La evidencia empírica sugiere que esto es lo que sucede realmente.

En resumen, el nivel actual de los diferenciales de renta fija privada puede estar relacionado, en cierta medida, con el entorno actual de escasa incertidumbre acerca de la rentabilidad futura, medida por la volatilidad implícita del mercado de renta variable. Además, el descenso de los ratios deuda-capital de la zona del euro desde finales del 2002, así como el reducido nivel de los tipos de interés, pueden haber contribuido a la caída de los diferenciales de renta fija privada.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En octubre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones no registró variaciones o disminuyó ligeramente.

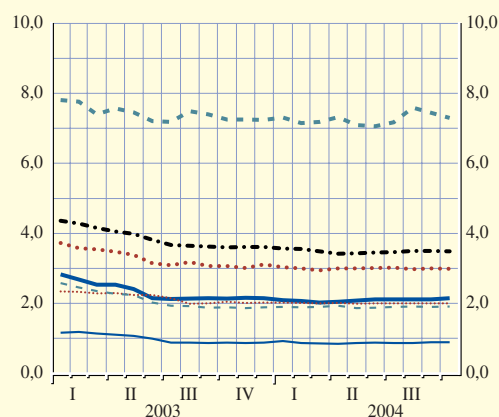
La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no registró variaciones, en promedio, en octubre del 2004 (véanse gráfico 12 y cuadro 4). La única excepción destacable fue una caída de 15 puntos básicos del tipo de interés del crédito a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en los diez primeros meses del 2004, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos prácticamente no experimentaron variaciones, mientras que la mayor parte de los tipos comparables de los préstamos descendieron ligeramente. Por ejemplo, entre diciembre del 2003 y octubre del 2004, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año) disminuyeron, en general, más de 10 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo de los préstamos de menor cuantía (por importe inferior a un millón de euros) a las sociedades no financieras prácticamente no se han modificado desde diciembre del 2004, mientras que los tipos a corto plazo de los préstamos de mayor cuantía (por importe superior a un millón de euros) han caído más de 10 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario apenas registró variaciones en los meses del 2004 transcurridos hasta octubre.

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)

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



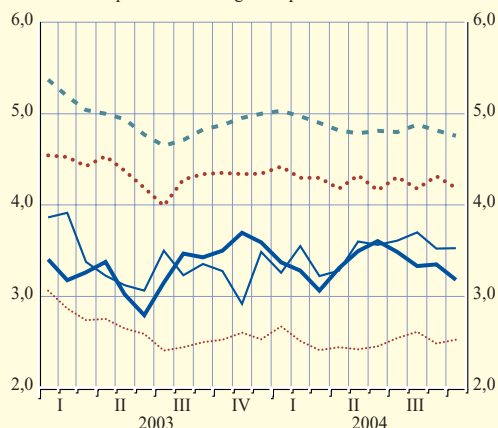
Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas 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 las 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», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones¹⁾)

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



Fuente: BCE.

1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas 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 las 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», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones no registró variaciones o disminuyó ligeramente en octubre del 2004 (véanse gráfico 13 y cuadro 4), y únicamente el tipo de los préstamos (por importe superior a un millón de euros) a las sociedades no financieras con un periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años descendió más de 10 puntos básicos.

Si se considera un horizonte temporal más largo, entre diciembre del 2003 y octubre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo disminuyeron menos que los tipos de mercado a plazos similares, más volátiles (por ejemplo, el rendimiento de la deuda pública a cinco años descendió unos 40 puntos básicos en el periodo considerado). Por ejemplo, durante el citado periodo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos (por importe tanto inferior como superior a un millón de euros con un periodo inicial de fijación de más de cinco años) a las sociedades no financieras cayó aproximadamente 15 puntos básicos, mientras que el tipo aplicado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con un periodo inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años se redujo en torno a 25 puntos básicos.

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones¹⁾

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta oct 2004			
	2004 May	2004 Jun	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2003 Ene	2003 Dic	2004 Jul	2004 Sep
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos										
Depósitos de los hogares										
A plazo hasta un año	1,86	1,88	1,90	1,92	1,90	1,92	-67	3	2	2
A plazo a más de dos años	2,42	2,45	2,54	2,61	2,48	2,53	-53	0	-1	5
Disponibles con preaviso hasta tres meses										
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras										
	0,87	0,88	0,87	0,87	0,90	0,89	-27	1	2	-1
Depósitos de las sociedades no financieras										
A plazo hasta un año	1,96	1,99	1,99	1,98	2,00	2,04	-68	4	5	4
A plazo a más de dos años	3,60	3,56	3,61	3,70	3,52	3,53	-33	4	-8	-1
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos										
Préstamos a hogares para consumo										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	7,09	7,06	7,18	7,59	7,44	7,29	-52	5	11	-15
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,43	3,45	3,46	3,49	3,50	3,48	-88	-13	2	-2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,79	4,81	4,80	4,88	4,82	4,76	-61	-24	-4	-6
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras										
	5,46	5,44	5,37	5,40	5,38	5,40	-80	-18	3	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	3,99	3,97	4,02	4,02	3,99	4,01	-86	-1	-1	2
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,64	4,72	4,68	4,71	4,70	4,65	-50	-16	-3	-5
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	3,01	3,03	2,98	3,00	2,99	-74	-12	-4	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,32	4,16	4,31	4,18	4,31	4,19	-35	-15	-12	-12
Pro memoria:										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	-68	0	3	3
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,55	2,74	2,70	2,53	2,60	2,47	-17	-11	-23	-13
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,50	3,60	3,49	3,33	3,35	3,18	-22	-41	-31	-17

Fuente: BCE.

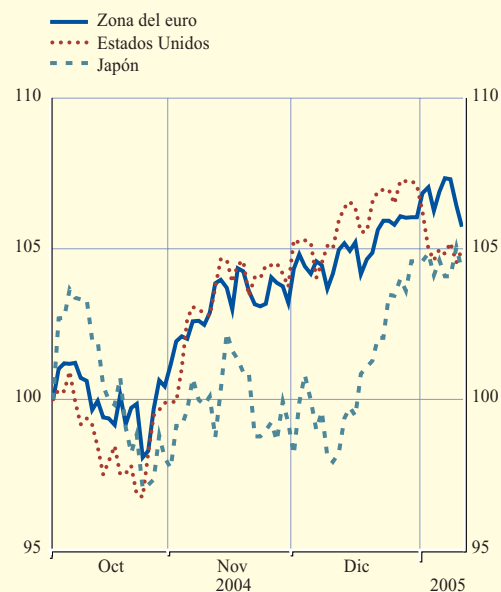
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las 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», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos continuaron subiendo en diciembre del 2004 y principios de enero del 2005. Los precios de los mercados de renta variable se beneficiaron del hecho de que continuaron publicándose datos positivos sobre rentabilidad empresarial y de la caída de los precios del petróleo y de los tipos de interés a largo plazo.

Gráfico 14 Índices bursátiles

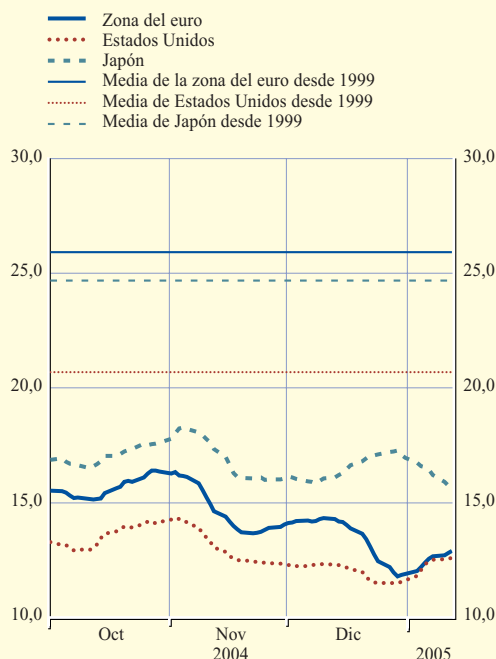
(índice: 1 octubre 2004 = 100; datos diarios)



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 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 se incrementó en torno al 1% entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005 (véase gráfico 14). La persistencia de las mejores beneficios reales por acción que, según datos de Thomson Financial Datastream, aumentaron aproximadamente el 22%, en términos interanuales, en diciembre, junto con la bajada de los precios del petróleo y del rendimiento de los bonos públicos a largo plazo, parecen haber sido los principales factores impulsores de la subida de las cotizaciones bursátiles.

La incertidumbre de los mercados estadounidenses de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, no se modificó entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, y se mantuvo por debajo de la media observada desde 1999 (véase gráfico 15).

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, registraron una subida en torno al 5% entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005. Las mayores subidas correspondieron a las cotizaciones del sector financiero. Parece que la elevada rentabilidad empresarial continúa siendo el principal factor impulsor del repunte de las cotizaciones bursátiles japonesas.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre de los mercados japoneses de renta variable, prácticamente no registró variaciones entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005, con lo que se mantuvo en un nivel bastante inferior a su media desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles subieron aproximadamente el 2% entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005. Al igual que en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro también se beneficiaron del elevado crecimiento del beneficio real por acción, alrededor del 30% en diciembre, en términos interanuales, según datos de Thomson Financial Datastream, y de la caída de los precios del petróleo. Por otra parte, el descenso de los tipos de interés reales fue un factor que favoreció a las cotizaciones bursátiles de la zona del euro.

La mayor parte de los sectores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX registraron subidas, y las mayores correspondieron al sector de agua, gas y electricidad y al sector financiero. No obstante, las cotizaciones del sector tecnológico, del de materias primas y del energético cayeron, las de este último debido, probablemente, a la bajada de los precios de petróleo.

La incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita en esos mercados que se obtiene de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, prácticamente no experimentó variaciones entre finales de noviembre del 2004 y el 12 de enero de 2005. La volatilidad en los mercados de renta variable continúa siendo inferior a su media desde 1999.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó ligeramente en diciembre del 2004, hasta el 2,3% desde el 2,2% registrado en el mes anterior. El incremento de la inflación observado entre noviembre y diciembre parece ser reflejo de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania e Italia, que fue compensada, sólo en parte, por la menor contribución del componente energético resultante del reciente descenso de los precios del petróleo. Los indicadores disponibles sugieren que las presiones internas sobre los precios generadas por los costes laborales se mantuvieron moderadas en el tercer trimestre. De cara al futuro, los efectos de base derivados del aumento de los precios administrados y de los impuestos registrado el año pasado, la disminución de los precios del petróleo y las moderadas presiones internas sobre los precios deberían permitir que la inflación vuelva a situarse por debajo del 2% en el transcurso del 2005. Sin embargo, aún existen riesgos alcistas, especialmente en relación con la evolución de los precios del petróleo y con nuevos incrementos de los precios administrados y de los impuestos.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE DICIEMBRE DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó ligeramente, hasta el 2,3%, en diciembre del 2004, desde el 2,2% registrado en el mes precedente (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía de información detallada, parece que el incremento de la inflación medida por el IAPC observado entre noviembre y diciembre es resultado del aumento que experimentaron los impuestos sobre el tabaco en Alemania e Italia, que se vio sólo en parte compensado por la menor contribución del componente energético determinada por la reciente caída de los precios del petróleo. Sin embargo, al tratarse de una información preliminar, la estimación de diciembre presenta todavía cierto grado de incertidumbre. La publicación oficial de los datos de diciembre está prevista para el 20 de enero de 2005. Si se confirmara el avance del 2,3% para diciembre, la tasa de inflación interanual del 2004 se situaría en el 2,1%, el mismo nivel que en el 2003.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN NOVIEMBRE DEL 2004

En noviembre, el último mes para el que se dispone de información detallada, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro descendió al 2,2% desde el 2,4% de octubre, como consecuencia de la caída de los

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,3
Energía	3,0	.	5,9	6,5	6,4	9,8	8,7	.
Alimentos no elaborados	2,1	.	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	.
Alimentos elaborados	3,3	.	3,8	3,6	3,3	2,8	2,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	.	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	.
Servicios	2,5	.	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	1,4	.	2,9	3,1	3,3	4,0	3,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	30,7	34,1	35,0	39,4	34,5	30,0
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	18,0	11,0	6,9	3,7	0,4	-0,2

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

Recuadro 3

EFFECTOS DE BASE Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC A COMIENZOS DEL 2005

La medida de inflación a la que el BCE atribuye la mayor importancia es la tasa de variación interanual del IAPC. Cuando se describe la variación de esta tasa entre dos meses consecutivos se hace a menudo referencia a los efectos de base. En este recuadro se explica lo que se entiende por efecto de base, tanto desde un punto de vista técnico como desde una perspectiva conceptual. También se señalan dos efectos de base específicos relacionados con el impacto de las medidas fiscales que se pusieron en práctica a comienzos del 2004 y que tendrán una incidencia a la baja sobre la inflación medida por el IAPC a principios del 2005.

Cálculo de las tasas de variación interanual

La tasa de variación interanual (π_t) se calcula como la diferencia porcentual entre el índice de precios de consumo de un determinado mes (P_t) y el valor del índice doce meses antes (P_{t-12}), y se puede aproximar mediante la fórmula siguiente:

$$\pi_t = [\ln(P_t) - \ln(P_{t-12})] \times 100,$$

en la que \ln es el logaritmo natural. Así pues, la diferencia entre las tasas de variación interanual en dos meses consecutivos es aproximadamente la misma que la diferencia entre la tasa intermensual en el mes en curso y la tasa intermensual doce meses antes:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = [(\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})) - (\ln(P_{t-12}) - \ln(P_{t-13}))] \times 100.$$

Ello ilustra el hecho de que la variación de la tasa de inflación interanual entre un mes y el siguiente refleja el impacto de las variaciones recientes de precios y de las variaciones de precios en el mes base, es decir, doce meses antes. Por ejemplo, si el índice de precios cambia entre $t-13$ y $t-12$, se reducirá la variación de la inflación interanual entre $t-1$ y t . Cabe observar que estas definiciones son igualmente válidas si la tasa de variación interanual se calcula, con mayor precisión, como:

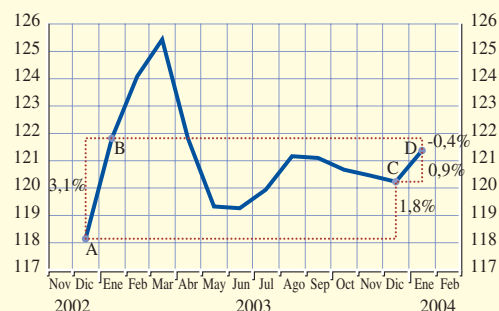
$$\pi_t = [(P_t - P_{t-12}) / P_{t-12}] \times 100.$$

Definición técnica de un efecto de base

Desde un punto de vista puramente técnico, la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual con respecto a la tasa de variación intermensual de un año antes (es decir, $\ln(P_{t-12}) - \ln(P_{t-13})$) podría considerarse un efecto de base. Un ejemplo ilustrativo es la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC, que disminuyó hasta el $-0,4\%$ (de B a D en el gráfico) en enero del 2004, desde el $1,8\%$ (de A a C) observado en diciembre del 2003, pese al incremento intermensual del $0,9\%$ (de C a D) registrado en enero del 2004. El descenso de 2,2

Gráfico Componente energético del IAPC

(índice: 1996 = 100)



Fuente: Eurostat.

puntos porcentuales de la tasa de variación interanual fue enteramente debido a la tasa de variación intermensual del 3,1% (de A a B) alcanzada en enero del 2003 (lo que constituye el efecto de base), ya que ésta desapareció de la tasa de variación interanual en enero del 2004.

Definición económica de un efecto de base

Sin embargo, desde un punto de vista económico, puede ser a veces útil considerar un efecto de base como la contribución a variaciones de la tasa de inflación interanual derivada de cambios inusuales o extremos del índice (o subíndice) de precios durante el período base, es decir, el período utilizado como base para el cálculo de las tasas de variación interanual. Si bien esta definición parecería tener sentido desde un punto de vista económico, deja no obstante abiertas varias cuestiones, por lo que no puede, de por sí, ayudar a identificar y cuantificar con precisión la magnitud de un efecto de base. Por ejemplo, siempre hay que valorar con criterio si una variación de precio es inusual o extrema. Esta definición económica implicaría que los efectos de base sólo se identifican con factores exógenos que influyen en el patrón general de la inflación y pueden atribuirse a variaciones de componentes específicos del IAPC (por ejemplo, el efecto de los impuestos sobre los precios del tabaco o una fuerte subida de los precios de los alimentos ocasionada por el brote de una enfermedad en la cabaña ganadera).

Por otro lado, se observarán efectos de base si se producen fluctuaciones estacionales inusuales. Por ejemplo, los precios de los artículos de vestir registran habitualmente pronunciados descensos intermensuales en enero y julio, durante las rebajas de invierno y verano. Podría darse el caso de que la tasa de variación intermensual que desaparece de la tasa interanual (es decir, la definición técnica de un efecto de base) sea elevada, aunque normal para la temporada, mientras que la tasa de variación intermensual del mes en curso sea inferior al aumento medio para ese mes. Desde un punto de vista técnico, la variación de la tasa de inflación interanual es originada por un efecto de base. Sin embargo, desde un punto de vista económico, la variación de la inflación es generada por la evolución observada en el mes en curso, es decir, un cambio estacional menor de lo usual.

Otra cuestión en relación con los efectos de base es que la mayor parte de las series de precios muestran normalmente una tendencia al alza (aunque puede que esto no ocurra con algunos equipos técnicos como los ordenadores personales), dado que la tasa de variación del IAPC es generalmente positiva (en línea con la definición del BCE respecto a la estabilidad de precios, que permite una variación interanual positiva del IAPC inferior pero próxima al 2%). Para calcular un efecto de base de una forma significativa que aisle los cambios inusuales o extremos, es necesario tomar en consideración esta tendencia al alza, lo que puede hacerse comparando las medias históricas de las respectivas series del IAPC con la evolución en curso.

Sin embargo, cuando se evalúa la estacionalidad o se calcula la variación media de precios de una partida del IAPC en un determinado mes, hay que tener en cuenta que el patrón estacional del índice puede variar con el tiempo. Por ejemplo, los precios de las vacaciones organizadas (incluidas en el componente de servicios) presentan un acusado perfil estacional, que tiende a variar ligeramente de un año a otro, en respuesta, por ejemplo, a las fechas de Semana Santa. El resultado es que la tasa de variación interanual muestra también cierta volatilidad. Además, dado que las rebajas estacionales de Italia y España fueron incorporadas al IAPC en enero del 2001, existe una ruptura estadística en el índice. Por este motivo, cabe considerar con cautela si una variación de precio es inusual para un determinado mes.

Efectos de base a comienzos del 2005

Se espera que unos efectos de base incidan a la baja sobre la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro a comienzos del 2005. En particular, el hecho de que las subidas de precios provocadas por la reforma sanitaria alemana y la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en varios países desaparecerán de la tasa de variación interanual debería tener una incidencia a la baja sobre la inflación. Por ejemplo, el componente sanitario del IAPC aumentó un 5,7% en tasa intermensual en enero del 2004. El incremento medio registrado en enero con respecto al año 1996 es del 0,9%, lo que significa que la diferencia, es decir, 4,8 puntos porcentuales, podría considerarse como el efecto de base, cuyo impacto sobre la inflación medida por el IAPC sería del orden de 0,2 puntos porcentuales (teniendo en cuenta que la ponderación de los bienes y servicios sanitarios en el IAPC general fue del 4% en el 2004). Además, los precios del tabaco subieron un 5,3% en tasa intermensual en marzo del 2004, lo que representa un incremento de 4,9 puntos porcentuales en relación con el aumento medio observado en este componente entre los años 1996 y 2003. El impacto de este efecto de base sobre la inflación medida por el IAPC es de aproximadamente 0,1 puntos porcentuales (con una ponderación del tabaco en el IAPC del 2,4%). Sin embargo, no puede descartarse que las presiones sobre las finanzas públicas puedan originar aumentos adicionales, aunque todavía no previstos, de los precios administrados y de los impuestos indirectos, lo que contrarrestaría la incidencia a la baja de estos efectos de base sobre la inflación.

precios de la energía y de un efecto de base en los precios de los alimentos elaborados. Este dato está en línea con la estimación preliminar publicada por Eurostat a finales de noviembre. El efecto de base en los precios de los alimentos elaborados fue lo que determinó la disminución de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, hasta el 1,9% desde el 2% del mes anterior (para una descripción más detallada de los efectos de base y de su impacto sobre la inflación, véase el recuadro 3 titulado «Efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC a comienzos del 2005»).

Aproximadamente la mitad del descenso observado en noviembre en la tasa de variación interanual de la inflación medida por el IAPC general fue resultado de una reducción del 1,2% de los precios de la energía en tasa intermensual. Este descenso, que refleja la disminución registrada desde octubre en los precios del petróleo, especialmente en los precios en euros, dio lugar a que la tasa de variación interanual de los precios de la energía bajara hasta el 8,7% en noviembre desde el 9,8% de octubre. Aunque no se dispone todavía del detalle de los datos del IAPC de diciembre, cabe esperar una nueva caída de los precios de la energía, dados los nuevos descensos de los precios del petróleo en euros observados en el período hasta finales de diciembre. Esta hipótesis se ve confirmada por la información publicada en el Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporciona datos útiles sobre la evolución a corto plazo de los precios de consumo de la energía (véase el recuadro 4 titulado «Utilización de la información del Boletín Petrolífero semanal para el seguimiento de la evolución a corto plazo de los precios de la energía»). Si bien los precios de los subcomponentes derivados del petróleo del componente energético del IAPC pueden descender en línea con la evolución reciente de los precios del petróleo, este comportamiento podría verse atenuado, en cierta medida, por la evolución de algunos de los subcomponentes energéticos no derivados del petróleo, concretamente, el gas y la energía calórica. Estos subcomponentes, que representan en torno a una cuarta parte del componente energético, tienden a responder con mayor retraso a la evolución de los precios del petróleo, razón por la que la tasa de variación interanual de los citados subcomponentes sigue creciendo en respuesta a anteriores subidas de los precios del petróleo. Aunque los precios de los alimentos no elaborados se elevaron levemente en noviembre, su tasa de variación interanual se mantuvo en niveles reducidos y negativos.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, disminuyó ligeramente en noviembre, hasta el 1,9% desde el 2% de octubre (véase gráfico 16). Tal y como se indicó anteriormente, este descenso fue enteramente debido a un efecto de base en los precios de los alimentos elaborados, resultante del aumento de los impuestos sobre el tabaco llevado a cabo en noviembre del 2003. Sin embargo, es probable que esta disminución se haya invertido en diciembre, como consecuencia de la elevación de los impuestos sobre el tabaco realizada en Alemania e Italia. No obstante, la evolución de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, fue mucho más contenida, lo que puede reflejar, en parte, una evolución moderada de los precios de los alimentos no elaborados.

Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios permanecieron estables en el 0,8% y 2,6%, respectivamente, en noviembre del 2004. Los cambios introducidos en fechas anteriores del mismo año en los precios administrados de los bienes y servicios sanitarios siguen incidiendo en ambas tasas, que se situarían, sin estos cambios, unos 0,3 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado. Sin embargo, incluso con estos cambios la inflación en los precios de los servicios se mantuvo justo por debajo del 2,5% durante la mayor parte del 2004 y hasta se elevó levemente en el transcurso del año. Esta tendencia se ha observado en la mayor parte de los componentes de servicios, aunque se registró el impacto de un factor específico, el ligero incremento de la tasa de variación interanual de los alquileres. Si bien este aumento, que podría estar relacionado con la fuerte subida del precio de la vivienda, no es espectacular, los alquileres tienen un peso significativo en el componente de servicios (15%) y han limitado el alcance de la tendencia a la baja de la inflación en los precios de los servicios. Por otra parte, aunque determinados componentes, como los servicios de transporte aéreo, han experimentado un incremento que puede estar directamente relacionado con los precios del petróleo, no existe todavía evidencia de que las anteriores subidas de los precios del petróleo hayan tenido efectos indirectos significativos sobre el IAPC, excluida la energía.

Recuadro 4

UTILIZACIÓN DE LA INFORMACIÓN DEL BOLETÍN PETROLÍFERO SEMANAL PARA EL SEGUIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN A CORTO PLAZO DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

La reciente volatilidad de los precios del petróleo ha incrementado la incertidumbre en torno a la evolución a corto plazo de los precios de la energía y de la tasa de inflación general. En este contexto, el Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea¹ proporciona una información útil y puntual sobre el comportamiento a corto plazo de los precios energéticos. En este recuadro se analiza la utilización y las limitaciones de los datos del citado boletín para el seguimiento de la evolución a corto plazo de los precios de la energía y de la inflación general.

El Boletín Petrolífero, elaborado por la Dirección General de Energía y Transporte de la Comisión Europea, recoge los precios de consumo de los productos petrolíferos y proporciona datos (incluidos impuestos y tasas y libres de impuestos y tasas) relativos a todos los países de la Unión Europea. Los precios de consumo se refieren a tres tipos de productos: dos combustibles para vehículos de motor (Euro-super 95 y diesel) y un combustible de calefacción doméstica (gasóleo de calefacción)². Los precios de la zona del euro publicados en el boletín pueden relacionarse con los precios energéticos del IAPC y son datos agregados de los distintos países utilizando la información sobre el consumo nacional como ponderación para cada uno de los productos³. Los precios de los productos petrolíferos se recogen en cada país, con periodicidad semanal salvo en contadas excepciones.

1 Puede obtenerse información adicional sobre el Boletín Petrolífero en la dirección de la Comisión Europea en Internet http://europa.eu.int/comm/energy/oil/bulletin/index_en.htm.

2 También se publican datos sobre los precios del fueloil (IVA excluido), pero no se incluyen en el presente recuadro dado que no se refieren directamente a los precios de consumo.

3 Los agregados de la zona del euro sólo se compilan cuando se alcanza una cobertura total en los países.

El Boletín Petrolífero es útil por varias razones. En primer lugar, se publica semanalmente, lo que permite un análisis detallado de la transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía. En segundo lugar, se trata de una información muy puntual: los datos recogidos el lunes de cada semana están generalmente disponibles el miércoles. En tercer lugar, al contrario de los datos de precios energéticos procedentes de los mercados de materias primas, como los del crudo, el Boletín Petrolífero publica datos de precios de consumo, que son particularmente relevantes para el análisis de la inflación medida por el IAPC. Aunque sólo se publican los precios de los productos energéticos derivados del petróleo, éstos representan más del 50% del componente energético del IAPC (véase el desglose de este componente en el cuadro A). Si bien el Boletín Petrolífero no ofrece datos de subcomponentes energéticos no derivados del petróleo (electricidad, gas, combustibles sólidos y energía calórica, que suponen algo menos del 50% de la energía total), estos subcomponentes no reaccionan a corto plazo a la evolución de los precios del petróleo⁴.

Cuadro A Ponderaciones de los subcomponentes energéticos del IAPC de la zona del euro

(en porcentaje)

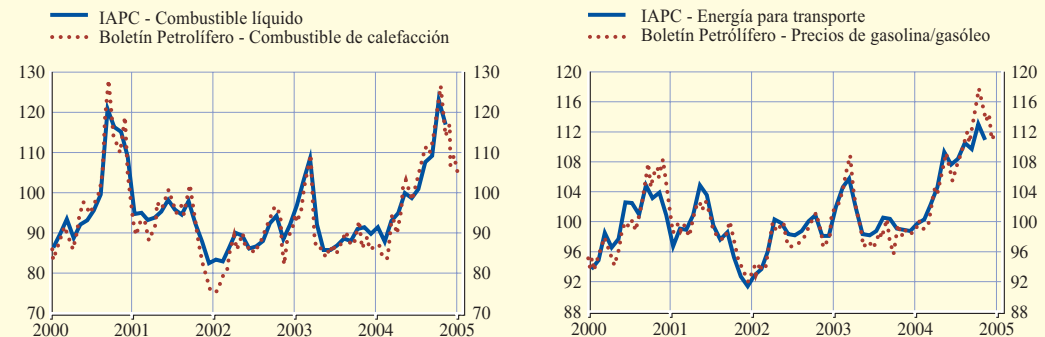
	Participación en el IAPC general ¹⁾	Participación en el componente energético del IAPC ¹⁾
Componente energético del IAPC	8,1	100,0
<i>Energía derivada del petróleo</i>	4,3	52,7
Combustibles líquidos	0,6	7,9
Combustibles y lubricantes para material de transporte personal	3,6	44,8
<i>Energía no derivada del petróleo</i>	3,8	47,3
Electricidad	2,0	24,6
Gas	1,3	16,2
Combustibles sólidos	0,1	1,0
Energía calórica	0,4	5,5

Fuente: Eurostat.

1) Las ponderaciones corresponden al 2004.

Gráfico Boletín Petrolífero (datos semanales) y componentes energéticos del IAPC (datos mensuales)

(índice: 2000 = 100)



Fuentes: Eurostat, DG de Energía y Transporte de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

4 Por ejemplo, la correlación máxima entre las variaciones mensuales de los precios del petróleo y de los subcomponentes de gas y energía calórica del IAPC muestra un desfase de 10-12 meses.

No obstante, relacionar los datos del Boletín Petrolífero con la evolución del IAPC presenta ciertas limitaciones. En primer lugar, no es fácil aplicar los datos semanales del Boletín Petrolífero a los datos mensuales del IAPC, ya que cada país recopila datos del IAPC correspondientes a distintos períodos de tiempo en cuanto al número de días y al momento del mes en los que se recogen los datos. A estos efectos, Eurostat está ultimando una propuesta encaminada a conseguir una mayor armonización de los períodos de recogida de datos del IAPC. En segundo lugar, aunque tanto los datos del Boletín Petrolífero como los del IAPC se refieren a los precios de gasolinera, los primeros proceden de distintas fuentes, mientras que en general los últimos se obtienen directamente de las gasolineras. En tercer lugar, para los precios con impuestos incluidos sólo existe una muestra relativamente pequeña para la zona del euro (desde enero del 2000 hasta la fecha), aunque se dispone de precios libres de impuestos para varios países desde 1994.

Cuadro B Correlación entre los precios del petróleo y los precios de la energía del Boletín Petrolífero

(en porcentaje)

Semana(-2)	Semana(-1)	Semana(0)	Semana(1)	Semana(2)	Semana(3)	Semana(4)	Semana(5)
0,01	0,09	0,45	0,57	0,23	0,12	0,04	-0,01

Fuente: Cálculos del BCE. Precios de petróleo en euros y período muestral 2000-2004.

Nota: La semana(1) muestra la correlación entre las variaciones semanales de los precios del petróleo y las variaciones de los precios de la energía de la semana siguiente. La semana(-1) muestra la correlación entre las variaciones de los precios del petróleo y las de los precios de la energía de la semana anterior. La semana(0) muestra la correlación contemporánea.

Pese a estas limitaciones, los datos del Boletín Petrolífero se aproximan bastante a los subcomponentes energéticos derivados del petróleo del IAPC (véase gráfico). La parte izquierda del gráfico muestra la relación entre el subcomponente de combustibles líquidos del IAPC (principalmente combustible de calefacción doméstica) y los datos de combustible de calefacción del Boletín Petrolífero. Ciertas fluctuaciones a corto plazo y algunos puntos de inflexión observados en los datos del boletín son suavizados por los datos mensuales del IAPC. El intervalo de fluctuación de los precios del combustible de calefacción doméstica tiende a ser mayor que el de los precios de la gasolina y el gasóleo, lo que refleja la menor contribución de los impuestos a los precios del combustible de calefacción y significa que las variaciones de los precios del petróleo tienden a tener un mayor impacto, en términos porcentuales, sobre los precios finales cobrados a los consumidores. La parte derecha del gráfico muestra la relación entre los subcomponentes energéticos relacionados con el transporte (gasolina/gasóleo) del IAPC y los datos de gasolina/gasóleo del Boletín Petrolífero. El grado de correspondencia entre estas dos series es ligeramente menor, posible reflejo de los diferentes canales de distribución del combustible para calefacción doméstica y para transporte y de los distintos métodos de recogida de datos del Boletín Petrolífero y del IAPC.

Además de la relación entre los datos del Boletín Petrolífero y los subcomponentes energéticos derivados del petróleo del IAPC, los datos del boletín proporcionan alguna información sobre la dinámica a muy corto plazo de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo y la velocidad de transmisión de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía. El cuadro B ilustra la correlación entre las variaciones semanales de los precios del petróleo y de la energía del Boletín Petrolífero. Como puede apreciarse, en primer lugar no existe evidencia de que los minoristas anticipen los aumentos de precios del petróleo, dado que la correlación entre las variaciones de los precios energéticos y las de los precios del petróleo que se registran una o dos semanas más tarde no es estadísticamente significativa. En segundo lugar, la mayor parte de la transmisión parece producirse contemporáneamente (una correlación de 0,45) o una semana más tarde (0,57), aunque

existe alguna correlación con las variaciones de los precios energéticos observadas dos semanas más tarde (0,23). Posteriormente, la correlación es próxima a cero, lo que sugiere que la mayor parte de las fluctuaciones de los precios del petróleo se trasladan muy rápidamente a los precios de consumo de la energía derivada del petróleo (en dos semanas). Por ello, la periodicidad semanal del Boletín Petrolífero es muy útil para el seguimiento de la evolución de estos precios.

En conclusión, los datos del Boletín Petrolífero proporcionan una información puntual y frecuente sobre la evolución a corto plazo de los precios de consumo de la energía, el componente más volátil del IAPC, lo que facilita el seguimiento y análisis de la evolución a corto plazo de la inflación.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, descendió al 3,6% en noviembre del 2004, frente al 4% de octubre. Este descenso, el primero desde febrero del 2004, es reflejo, principalmente, de la reducción observada en el componente energético, aunque la tasa de variación de los precios de los bienes intermedios se estabilizó también, por primera vez en quince meses (véase gráfico 17). Siguiendo la cadena de precios, la tasa de variación de los bienes de consumo continuó disminuyendo, aunque ello se debió, fundamentalmente, a un efecto de base derivado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco efectuada en noviembre del 2003, que oculta cierto incremento de la inflación en los bienes de consumo duradero y en los bienes de consumo no duradero, excluidos los alimentos y el tabaco.

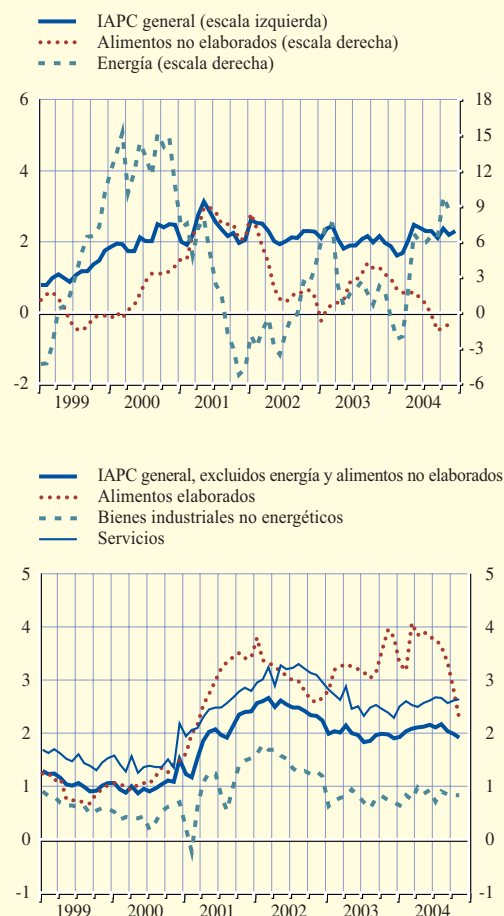
En cuanto a los distintos componentes del IPRI, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía bajó al 7,9% en noviembre del 2004, desde el 9,6% del mes anterior, como consecuencia, básicamente, de la caída de los precios del petróleo observada en noviembre. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se mantuvo sin cambios en el 5,5% en noviembre. Aunque dicha tasa permanece en un nivel relativamente elevado, esta estabilización puede ser reflejo del reciente descenso de los precios del petróleo y del efecto beneficioso de la fortaleza del euro, que moderaron el precio en euros de las materias primas industriales. En los sectores de bienes de equipo, la tasa de variación interanual se mantuvo en el 1,1% en noviembre. Aunque esta tasa ha crecido desde comienzos del 2004, ha permanecido en un nivel relativamente moderado. En los sectores de bienes de consumo, la tasa de variación interanual se redujo levemente, hasta el 1%, en noviembre del 2004, como resultado, en gran medida, de un efecto de base en los precios del tabaco, pero también de una ligera disminución de los precios de los alimentos. Si se excluyen los alimentos y el tabaco, existe alguna evidencia de un incremento de las presiones sobre los precios de los bienes de consumo, como reflejo, probablemente, de limitados efectos indirectos de anteriores subidas de los precios de las materias primas. Por ejemplo, la tasa de variación interanual de los bienes de consumo duradero volvió a registrar un leve aumento, situándose en el 1,1%.

En resumen, mientras que la reciente moderación de los precios de las materias primas se ha visto reflejada en los precios industriales y en las primeras fases de la cadena de precios, en fases más adelantadas se están observando limitados efectos retardados de anteriores subidas de precios.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión sugieren que, mientras que cabe esperar nuevos aumentos de los precios industriales en diciembre del 2004, la tasa de variación puede haber empezado a descender. Por ejemplo, en el sector manufacturero, el índice de precios de la zona del euro obtenido de la encuesta a los directores de compras volvió a bajar en diciembre, tras el máximo alcanzado en octubre.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

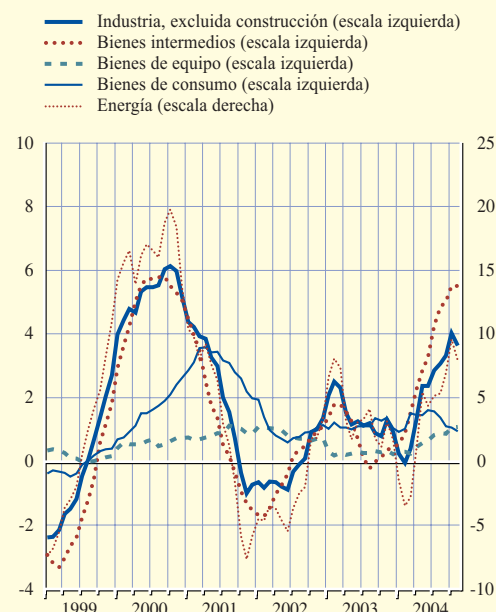
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

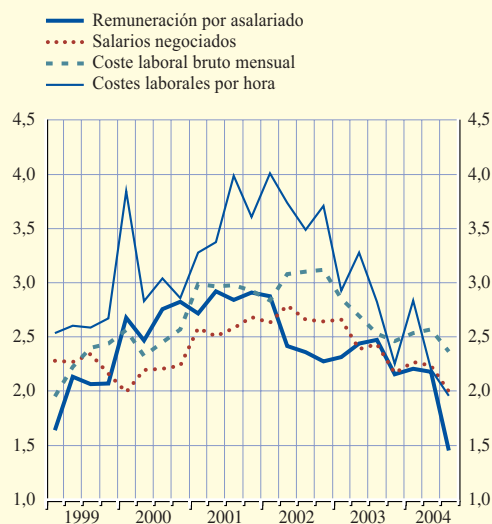
Sin embargo, el índice permaneció por encima de 50, lo que indica un incremento de los precios de los bienes intermedios. El índice de precios cobrados en el sector manufacturero disminuyó también ligeramente en diciembre, aunque siguió señalando una elevación de los precios de producción.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Todos los indicadores disponibles de costes laborales para el tercer trimestre del 2004 confirman la moderación de las presiones salariales (véase cuadro 6). El pronunciado descenso de la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado está relacionado con el calendario de pagos del sector público en Italia. No obstante, si se excluye este factor, el patrón subyacente es también moderado. Esta evolución viene confirmada por la de otros indicadores de costes laborales. Los costes laborales por hora de la zona del euro en el sector empresarial no agrícola se elevaron un 2% en tasa interanual en el tercer trimestre, frente al 2,2% en el segundo trimestre. Aunque la tasa de crecimiento del coste laboral bruto mensual fue ligeramente superior, situándose en el 2,4%, también bajó en comparación con las tasas observadas en el 2001 y 2002 (véase gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual del indicador de salarios negociados disminuyó hasta el 2% en el tercer trimestre desde el 2,2% del segundo trimestre. La correspondencia relativamente estrecha entre la evolución de los salarios efectivos y los salarios

Gráfico 18 Indicadores de costes laborales

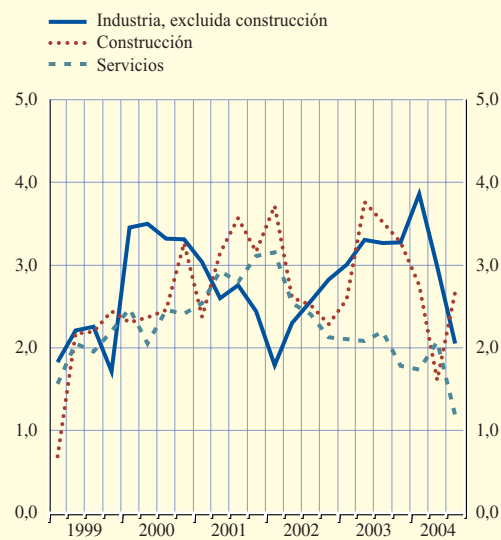
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 19 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

negociados no sugiere la existencia de una deriva salarial en las circunstancias actuales. Por sectores, los datos confirman el cuadro de evolución moderada de los costes laborales hasta el tercer trimestre del 2004. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en la industria volvió a descender, hasta el 2,1%, en el tercer trimestre (véase gráfico 19). La mayor parte del aumento del crecimiento de la citada remuneración registrado en el 2002 y 2003 estuvo más relacionado con un incremento de la media de horas trabajadas que con un aumento de los costes laborales por hora. En cuanto a la evolución de los servicios, aunque el acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado está relacionado con el calendario de pagos del sector público italiano, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los servicios de mercado se mantuvo también en un nivel relativamente reducido.

Pese a la desaceleración del crecimiento interanual de la productividad del trabajo hasta el 1,4% desde el 1,8% del segundo trimestre, el crecimiento de los costes laborales unitarios volvió a disminuir,

Cuadro 6 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	2,3	2,8	2,2	2,0
Coste laboral bruto mensual	3,0	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,4
Remuneración por asalariado	2,5	2,3	2,5	2,2	2,2	2,2	1,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,3	0,4	0,2	0,7	1,2	1,8	1,4
Costes laborales unitarios	2,2	2,0	2,3	1,5	1,0	0,4	0,1

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

hasta el 0,1%, en el tercer trimestre. Sin embargo, este comportamiento fue reflejo de la reducción del crecimiento nominal de la remuneración por asalariado y, si se ajusta por el efecto de la evolución de la remuneración por asalariado en el sector público italiano, el crecimiento de los costes laborales unitarios habrá aumentado ligeramente en el tercer trimestre. En conjunto, hasta el momento las presiones salariales siguen siendo limitadas, en un contexto de crecimiento moderado y de evolución contenida del mercado de trabajo.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se prevé que la inflación medida por el IAPC se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, ya que el nivel todavía relativamente elevado de los precios del petróleo podría ejercer presiones al alza sobre los precios de consumo de la energía. Sin embargo, de cara al futuro la información disponible indica que, si no se producen nuevas perturbaciones adversas, la inflación medida por el IAPC descenderá por debajo del 2% en el transcurso del 2005. Por otro lado, existen todavía escasos indicios de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro, aunque ello dependerá del mantenimiento de la moderación salarial y de un mayor crecimiento de la productividad del trabajo. A medio plazo, existen riesgos adicionales derivados, por un lado, de los precios del petróleo y de la evolución salarial resultante del comportamiento de estos precios y, por otro, de nuevos cambios en los impuestos indirectos y los precios administrados.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se redujo en el tercer trimestre del 2004 con respecto al primer semestre del año, debido principalmente a la mayor debilidad de las exportaciones y del consumo privado. La información disponible sobre la evolución del cuarto trimestre sugiere que esta debilidad podría haber tenido, al menos en parte, un carácter transitorio, sobre todo en lo que se refiere al consumo privado. Con todo, el crecimiento pareció mantenerse en una senda de moderación a finales del año pasado. En particular, la producción industrial y los indicadores procedentes de las encuestas muestran que la actividad en la industria fue relativamente poco intensa. Los datos disponibles actualmente indican que el mercado de trabajo se ha mantenido prácticamente estabilizado durante el segundo semestre del 2004. De cara al futuro, la evaluación de diversos factores que pueden influir en el crecimiento y en los mercados de trabajo de la zona del euro apuntan a un ligero fortalecimiento de la actividad en el transcurso del 2005.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

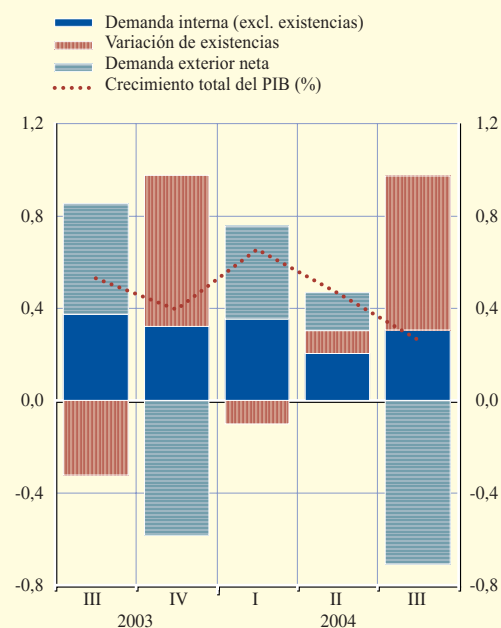
PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de las cuentas nacionales realizada por Eurostat confirmó que el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue del 0,3% en el tercer trimestre del 2004, frente al 0,6% alcanzado en promedio en el primer semestre del año (véase gráfico 20).

Las características principales de la composición del crecimiento tampoco experimentaron cambios con respecto a la primera estimación, tanto en lo que se refiere a los componentes del gasto como a las ramas de actividad. Así pues, la desaceleración del crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2004 frente al primer semestre del año se debió, fundamentalmente, a la mayor debilidad de las exportaciones y del consumo privado. El crecimiento intertrimestral de las exportaciones se redujo al 1,5% en el tercer trimestre, en comparación con el 2,2% registrado en promedio en el primer semestre del año. Es probable que esta desaceleración refleje en parte un ajuste tras el crecimiento especialmente vigoroso de las exportaciones en la primera mitad del año. Al mismo tiempo, la contracción experimentada en el comercio mundial hacia tasas de crecimiento más sostenibles y la anterior apreciación del euro pueden haber moderado las exportaciones de la zona del euro. El crecimiento del consumo privado disminuyó del 0,4%, en promedio, en el primer semestre del 2004 al 0,1% en el tercer trimestre. El carácter gradual de las mejoras en los mercados de trabajo y el impacto negativo de las anteriores subidas de los precios del petróleo sobre las rentas reales pueden haber afectado al consumo. Sin embargo, como se indica más adelante en el análisis de los indicadores de consumo para el cuarto trimestre,

Gráfico 20 Crecimiento del PIB real y contribuciones al crecimiento

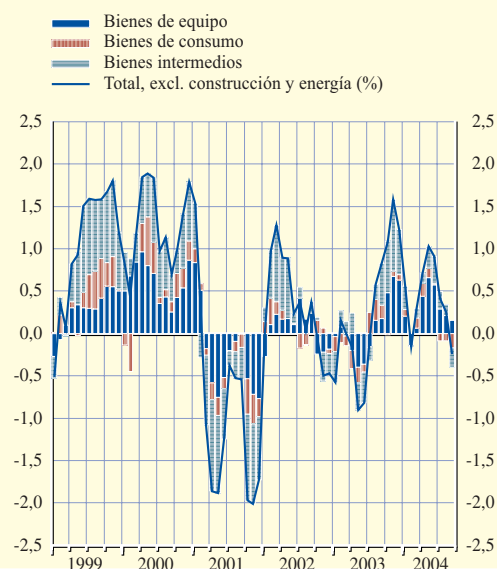
(tasa de crecimiento y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 21 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

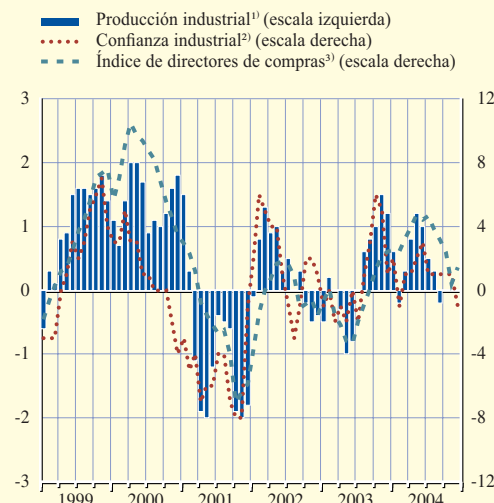


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 22 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research 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.

parte de la debilidad de de esta variable en el tercer trimestre parece haber sido transitoria y relacionada con los componentes más volátiles del consumo. Mientras tanto, el crecimiento de la inversión aumentó, pasando de niveles cercanos a cero en el primer semestre del año al 0,7% en el tercer trimestre, como consecuencia de una mayor inversión, excluida la construcción, y de una estabilización de la inversión en construcción. Este fortalecimiento de la inversión es compatible con el entorno favorable creado por la intensa demanda exterior, los reducidos costes de financiación y la mejora de las finanzas internas.

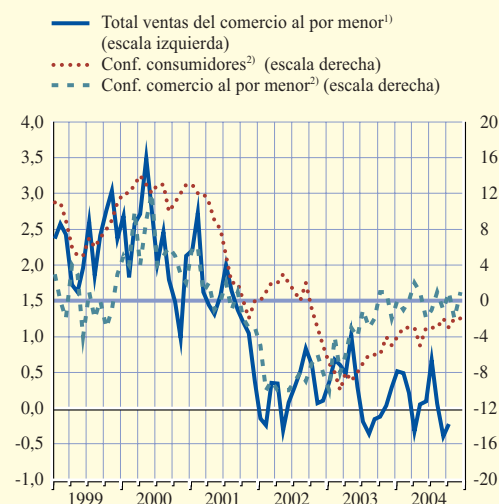
Desde el punto de vista de las ramas de actividad, la menor tasa de crecimiento tuvo consecuencia en todas ellas, siendo el crecimiento en la industria, la construcción y los servicios de mercado menor en el tercer trimestre que en el primer semestre del año.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Los datos de producción industrial para octubre del 2004 muestran que el crecimiento en la industria mantuvo su debilidad al inicio del cuarto trimestre. La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción y la energía) se redujo un 0,6% en octubre del 2004 con respecto al mes anterior. Si se considera la media móvil de tres meses, la producción industrial permaneció prácticamente sin cambios desde agosto a octubre del 2004, en relación con los tres meses previos (véase gráfico 21). La desaceleración del crecimiento mundial, tras el intenso ritmo observado a comienzos del 2004, puede que haya tenido cierto impacto en la actividad industrial de la zona del euro. La anterior apreciación del euro puede haber moderado también el crecimiento de la actividad industrial en el segundo semestre del 2004.

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

(datos mensuales)



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

La ralentización de la producción industrial en el año 2004 fue similar en las principales ramas de actividad, aunque los niveles de crecimiento desde lo que partió eran diferentes. Así pues, en los tres meses transcurridos hasta octubre, el crecimiento de la producción de bienes de equipo mantuvo su solidez, mientras que fue nulo en los bienes intermedios y se tornó negativo en los bienes de consumo. Este patrón es similar al de ciclos anteriores, aunque la producción de bienes de consumo parece haber sido relativamente débil en los últimos trimestres. Esto refleja, en parte, la diferente evolución cíclica de los componentes del gasto, con la intensidad de las exportaciones favoreciendo los bienes de capital y la moderación del consumo debilitando la demanda de bienes de consumo. Además, puede reflejar graduales cambios estructurales en la importancia relativa de las distintas ramas de actividad de la zona del euro, con menos bienes de consumo producidos en la zona y un mayor predominio de las empresas de bienes de equipo.

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

Los últimos datos procedentes de las encuestas son algo contradictorios, pero, en general, sugieren que la actividad en la industria y en los servicios puede haber aumentado a finales del 2004, aunque a un ritmo moderado.

En lo que respecta a las manufacturas, los datos de las encuestas indican que el crecimiento de la producción industrial fue positivo, aunque tal vez moderado, en el cuarto trimestre. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea (CE), la confianza industrial empeoró ligeramente en diciembre, debido a la reducción de las expectativas. La evaluación de las carteras de pedidos y de las existencias se mantuvo invariable frente al mes anterior. En el cuarto trimestre en su conjunto, la confianza industrial apenas registró cambios, manteniéndose, por tanto, en su nivel más elevado desde que comenzó la recuperación a mediados del 2003, lo que sugiere que el crecimiento continuó siendo positivo en esta rama. En diciembre del 2004, el índice de directores de compras para las manufacturas se recuperó ligeramente con respecto al mes anterior. Sin embargo, este índice empeoró en el cuarto trimestre en su conjunto (véase gráfico 22). Salvo por un incremento de las compras, lo que habitualmente significa planes de producción en aumento en los meses siguientes, todos los componentes del índice contribuyeron a su descenso en el cuarto trimestre. Con todo, el nivel actual del índice se ha asociado a un crecimiento positivo, aunque relativamente lento, de la industria en los últimos tiempos.

Por lo que se refiere a los servicios, los últimos datos disponibles procedentes de encuestas apuntan a un crecimiento positivo, aunque lento, en el cuarto trimestre. Ni el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea ni el índice de directores de compras experimentaron modificaciones en diciembre del 2004. En el cuarto trimestre en su conjunto, ambas encuestas mostraron un deterioro, pero mantuvieron su consonancia con un crecimiento sostenido en este sector.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores mensuales del gasto de los hogares en el cuarto trimestre del 2004 sugieren que la debilidad del trimestre anterior tuvo, en parte, un carácter transitorio.

El volumen de ventas del comercio al por menor en la zona del euro no registró variaciones en noviembre, tras el aumento intermensual del 0,4% observado en octubre. Además, las matriculaciones de automóviles en la zona del euro se incrementaron aún más en octubre y noviembre, situándose en un nivel medio que superaba en más de un 5% el nivel del tercer trimestre. La evolución de estos dos componentes sugiere una contribución positiva al consumo en el cuarto trimestre, en contraposición con el trimestre anterior, cuando ambos componentes cayeron y, por lo tanto, contribuyeron negativamente al consumo total.

Sin embargo, la confianza de los consumidores se mantuvo en niveles reducidos. En diciembre no registró cambios con respecto al mes precedente y su nivel se mantuvo prácticamente igual a lo largo del año (véase gráfico 23). La situación del mercado de trabajo y la incertidumbre en torno a la magnitud y al ritmo del avance de las reformas estructurales han afectado probablemente a la confianza de los hogares de la zona del euro y, por lo tanto, posiblemente también al consumo.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

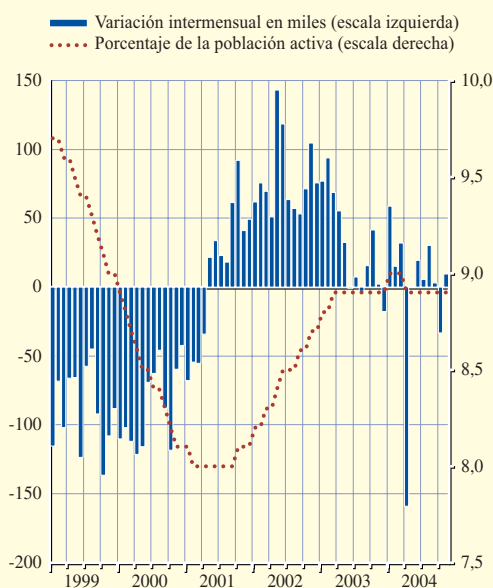
Los indicadores disponibles actualmente sugieren que la situación del mercado de trabajo se ha mantenido prácticamente estabilizada en el segundo semestre del 2004. Cualquier mejora parece haber tenido un carácter transitorio

DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo en el 8,9% en noviembre del 2004, mientras que el número de desempleados se incrementó en 9.000 personas, aproximadamente (véase gráfico 24). Cabe mencionar que, actualmente, existe una ruptura en la serie de la zona del euro en los primeros meses del 2004 (más visible en abril), que afecta tanto a la tasa de paro como al número de desempleados. Esta ruptura ha de corregirse en las futuras estadísticas de desempleo. Si no se tiene en cuenta la citada ruptura, el aumento del número de parados en noviembre fue inferior al registrado en promedio en los meses anteriores del 2004. También fue menor que el observado en promedio en el tercer trimestre, lo que pone de manifiesto una nueva y paulatina mejora.

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Nota: La importante reducción observada en el desempleo en abril del 2004 se debió a una ruptura en las series de desempleo de la zona del euro a comienzos del 2004, que se corregirá en el futuro.

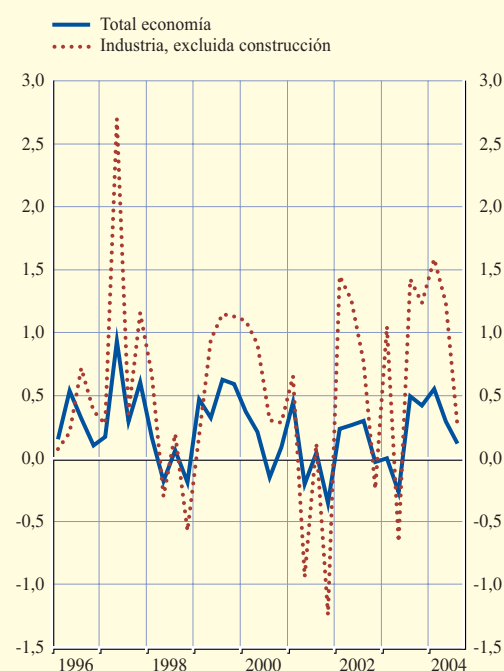
EMPLEO

El crecimiento intertrimestral del empleo en el tercer trimestre del 2004 fue del 0,1%, la misma tasa registrada en promedio en el primer semestre del año (véase cuadro 7). Los ligeros descensos observados en el empleo en la industria y en la construcción se vieron compensados por aumentos del empleo en los servicios. Dada la desaceleración del PIB en el tercer trimestre, este crecimiento sostenido del empleo se tradujo en una disminución del crecimiento intertrimestral de la productividad del trabajo (véase gráfico 25). Como consecuencia de la evolución del valor añadido en todas las ramas de actividad, la reducción de la productividad del trabajo entre el primer semestre del 2004 y el tercer trimestre del mismo año fue generalizada en todas las ramas y su magnitud fue similar en la industria, la construcción y los servicios de mercado. Sin embargo, desde una perspectiva a más largo plazo, el crecimiento de la productividad del trabajo se ha incrementado significativamente desde mediados del 2003 aproximadamente, lo que refleja el patrón habitual de la evolución cíclica de la actividad y del empleo.

Los indicadores de las expectativas de empleo de las encuestas de opinión correspondientes al cuarto trimestre del 2004 apuntan a un crecimiento sostenido del empleo a finales del año, pero no sugieren un fortalecimiento significativo. Las encuestas de opinión de la CE para las manufacturas mostraron una leve mejora de las expectativas de empleo en el cuarto trimestre en promedio, mientras que el índice de directores de compras correspondiente empeoró ligeramente. En ambas encuestas se observan unos niveles que indican que, en el pasado, se han producido descensos reducidos en el empleo industrial. En

Gráfico 25 Productividad del trabajo

(tasas de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cuanto a los servicios, las expectativas de creación de empleo en el cuarto trimestre no se modificaron en promedio según las encuestas de la CE, mientras que siguieron mejorando de acuerdo con el índice de directores de compras.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En general, si bien la información sobre el cuarto trimestre sigue siendo incompleta, los últimos datos macroeconómicos y la evidencia procedente de las encuestas continúan siendo contradictorios, aunque parecen sugerir un crecimiento sostenido, pero moderado. En el transcurso del 2005, la actividad de la zona del euro debería verse beneficiada por varios factores favorables. En primer lugar, el crecimiento intenso y sostenido del comercio internacional continuará respaldando las exportaciones. En segundo lugar, la recuperación de la inversión en la zona del euro debería mantenerse, sostenida por el crecimiento mundial, por las favorables condiciones de financiación de la zona del euro, por la mejora de los beneficios empresariales y por una mayor eficiencia de las empresas, lograda mediante su reestructuración. Además, es probable que el consumo privado evolucione en consonancia con la renta real disponible. El consumo también se vería favorecido si la incertidumbre en cuanto al alcance y al ritmo del proceso de saneamiento presupuestario y de las reformas estructurales en la zona del euro disminuyese.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En diciembre del 2004 el euro siguió apreciándose frente a todas las principales monedas. Esta apreciación fue especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense y el yen japonés, en un contexto de inquietud de los mercados financieros respecto al abultado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y las noticias de unos resultados económicos más deficientes en Japón. No obstante, a principios de enero del 2005, el euro mostró un retroceso frente a la mayoría de las principales monedas, sobre todo, frente al dólar estadounidense.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

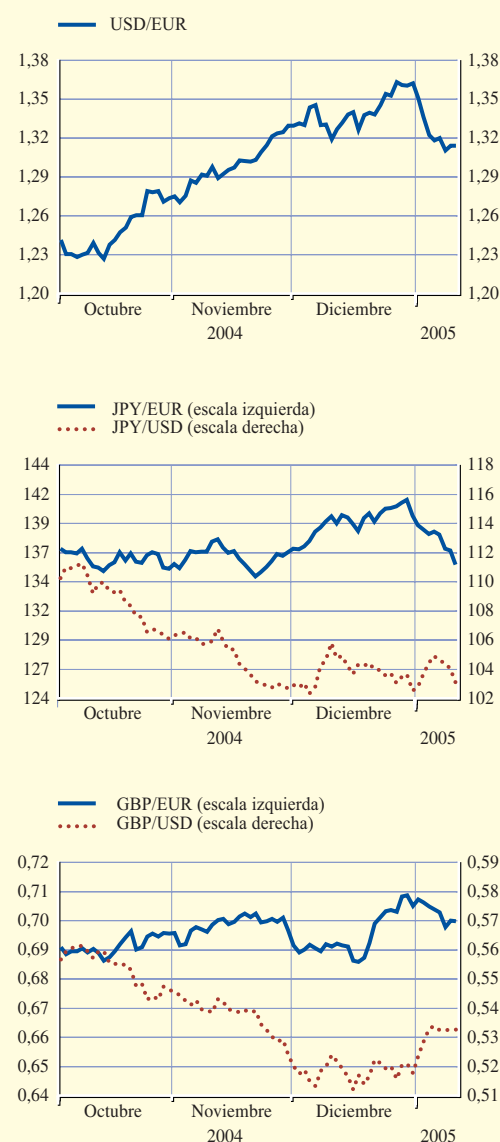
En diciembre del 2004, el euro siguió apreciándose frente al dólar estadounidense, depreciándose después, a principios de enero del 2005, hasta situarse el 12 de enero en un 1,2% por debajo del nivel registrado a finales de noviembre del 2004 (véase gráfico 26). El principal factor determinante de la caída del dólar en diciembre del 2004 fue la continua atención prestada por los participantes en el mercado a la magnitud y la persistencia del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y sus necesidades de financiación. Aunque, según los datos publicados, el consumo privado real y el clima empresarial en este país daban muestras de resistencia, no brindaron un respaldo inmediato a la moneda nacional. El 14 de diciembre de 2004, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos hasta situarlo en el 2,25%. La decisión ya había sido anticipada en gran medida por los participantes en los mercados y, por consiguiente, no afectó de forma notable a la evolución de los mercados de divisas. Sin embargo, a primeros de enero del 2005, la publicación de las actas de esta reunión del Comité pareció exacerbar la preocupación de los mercados por las perspectivas de inflación en Estados Unidos, lo que ejerció cierta presión alcista sobre el dólar. El 12 de enero de 2005, el euro cotizaba a 1,31 dólares, un 1,2% por debajo del nivel observado al final de noviembre del 2004 y un 5,6% por encima de la media registrada en ese año.

YEN JAPONÉS/EURO

El euro también se apreció frente al yen japonés en diciembre en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas de Japón (véase gráfico 26). Al mismo tiempo, la moneda japonesa se mantuvo bastante estable frente al dólar, posiblemente

Gráfico 26 Evolución de los tipos de cambio

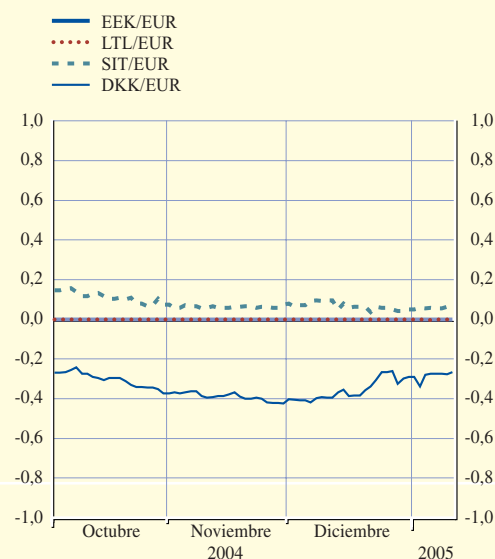
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 27 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 $\pm 15\%$.

como consecuencia de las declaraciones formuladas por las autoridades japonesas respecto a su inquietud por la anterior apreciación del yen frente a la moneda estadounidense. A primeros de enero del 2005, el yen ganó terreno frente al euro. El 12 de enero, el euro cotizaba a 135,5 yenes, un 0,8% por debajo del nivel observado al final de noviembre del 2004 y un 0,8% por encima de la media registrada en ese año.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tolar esloveno fluctuaron dentro de unas bandas muy estrechas cercanas a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 27). Las cotizaciones de la corona estonia y de la lita lituana permanecieron sin cambios en relación con sus paridades centrales en el MTC II, en consonancia con los compromisos unilaterales de Estonia y Lituania de mantener sus regímenes de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación habituales del MTC II.

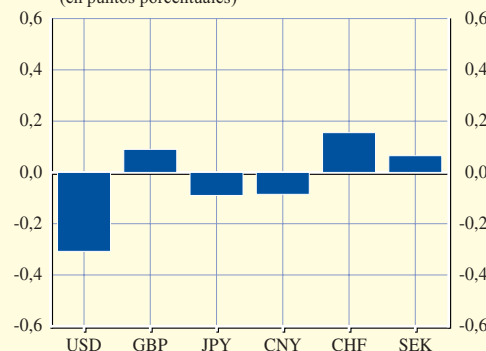
Con respecto a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro siguió apreciándose frente a la libra esterlina durante el período considerado (véase gráfico 26). La depreciación de la libra esterlina parece estar relacionada con la información respecto a una cierta moderación del crecimiento económico y la evidencia de un debilitamiento de la actividad en el mercado de la vivienda en el Reino Unido.

Gráfico 28 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
30 noviembre 2004 - 12 enero 2005
(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.

El 12 de enero el euro, cotizaba a 0,70 libras esterlinas, un 0,5% por encima del nivel observado al final de noviembre del 2004 y un 3,1% por encima de la media registrada en ese año. En diciembre del 2004 y a principios de enero del 2005 el euro siguió depreciándose frente al zloty polaco, la corona checa y la corona eslovaca, y se apreció frente a la corona sueca y el forint húngaro. Por lo que se refiere al lats letón, las autoridades de Letonia han sustituido la cesta del Derecho Especial de Giro (DEG) por el euro a efectos de vinculación de su moneda (el lats estaba vinculado a dicha cesta al cambio de 0,7997 DEG por lats). Esta sustitución se produjo con efecto a partir del 1 de enero de 2005, al cambio de 0,702804 euros por lats. Por último, el euro se mantuvo en general estable con respecto a la libra chipriota y la lira maltesa.

OTRAS MONEDAS

Por lo que se refiere a otras monedas, el euro se apreció frente al franco suizo en diciembre del 2004 y a principios de enero del 2005. Otro hecho destacable fue la apreciación sostenida del euro frente al dólar canadiense y las principales monedas asiáticas en diciembre del 2004. No obstante, la apreciación frente a estas últimas se revirtió a principios de enero, dada su vinculación formal o informal con el dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 12 de enero de 2005, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales importantes de la zona del euro— en un nivel similar al registrado al final de noviembre del 2004 y un 2,1% por encima de la media de ese año (véase gráfico 28).

5.2 BALANZA DE PAGOS

En octubre del 2004, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron, en cifras desestacionalizadas, a un ritmo más rápido que las importaciones, gracias a la favorable situación de la demanda exterior. Como resultado, el superávit de la balanza de bienes de la zona aumentó en relación con el mes anterior, lo que contribuyó a un incremento del saldo por cuenta corriente. A pesar de ello, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses siguió reduciéndose, si bien continuó siendo mayor que el registrado un año antes. Por lo que respecta a la cuenta financiera, en el periodo de doce meses transcurrido hasta octubre del 2004, en el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro se produjeron salidas netas, a diferencia de las entradas netas registradas durante el mismo periodo del 2003.

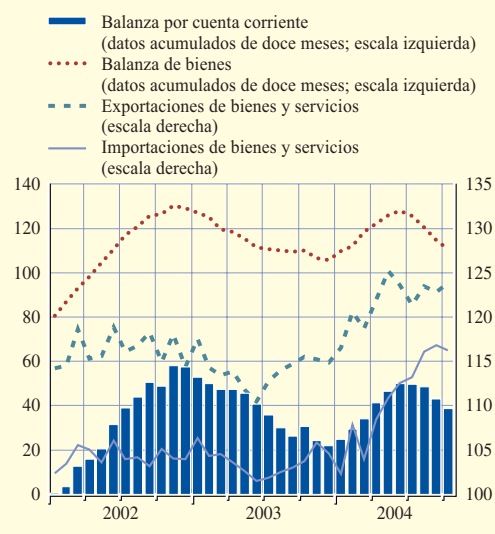
CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un superávit de 0,9 mm de euros en octubre del 2004 (que corresponde a un superávit de 1,1 mm de euros en cifras sin desestacionalizar). Esta cifra refleja sendos superávits en las balanzas de bienes y servicios, que sólo se vieron compensados en parte por los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes (véase cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). En cifras desestacionalizadas, el saldo de la balanza por cuenta corriente aumentó 3,1 mm de euros en octubre del 2004, debido a los incrementos que registraron los superávits de la balanza de bienes y servicios (1,2 mm y 0,5 mm de euros, respectivamente) y a la reducción de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes (1,1 mm y 0,4 mm de euros, respectivamente).

En cifras desestacionalizadas, tras registrar un descenso del 0,5% en septiembre del 2004, las exportaciones de bienes y servicios en términos nominales aumentaron un 0,8%, en tasa intermensual, en octubre. Las exportaciones de bienes crecieron un 2%, impulsadas por la favorable situación de la demanda. Entre tanto,

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

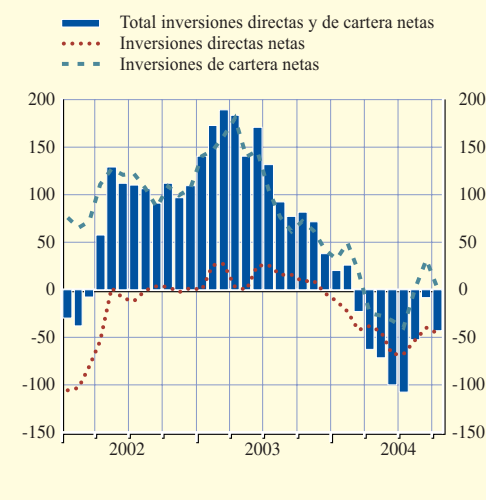
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 30 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



Fuente: BCE.

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

las importaciones de bienes en términos nominales descendieron, en cifras desestacionalizadas, un 0,6% en octubre, el primer descenso intermensual desde abril del 2004. Esta evolución fue resultado de una caída de las importaciones de servicios, que sólo se compensó parcialmente con un incremento de las importaciones de bienes. Dicho incremento parece haber sido impulsado, en parte, por el alza de los precios del petróleo. En este contexto, el superávit de la balanza de bienes y servicios aumentó 1,7 mm de euros en octubre del 2004 (véase gráfico 29).

Desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro acumulado en los doce meses transcurridos hasta octubre del 2004 ascendió a 38,8 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB), frente a los 30,7 mm de euros registrados un año antes (véase gráfico 29). Este incremento refleja una contracción del déficit de la balanza de rentas de 7,9 mm de euros, que tuvo su origen en un aumento de los ingresos y una disminución de los pagos por concepto de rentas. Los superávits de las balanzas de bienes y servicios y el déficit de la balanza de transferencias corrientes se mantuvieron prácticamente sin cambios.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera registró en octubre del 2004 salidas netas por importe de 3,7 mm de euros, como reflejo de las salidas netas de inversiones directas (9,7 mm de euros) y de valores distintos de acciones (4,2 mm de euros), que sólo se compensaron en parte con las fuertes entradas netas de acciones y participaciones (10,1 mm de euros). La evolución de los flujos de inversión directa vino determinada, en gran parte, por las inversiones netas en el exterior realizadas por los residentes en la zona del euro en forma de acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos. Las entradas netas de inversiones de cartera tuvieron su origen, principalmente, en las adquisiciones netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes.

En el período de doce meses hasta octubre del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro arrojó salidas netas acumuladas por importe de 35,8 mm de euros, frente a las entradas netas de 81,8 mm de euros registradas en el mismo período un año antes. Este cambio de dirección de los flujos refleja un cambio de signo desde entradas netas a salidas netas en las inversiones directas, así como menores entradas netas en las inversiones de cartera (véase gráfico 30). El cambio de tendencia de las inversiones directas netas se debió, fundamentalmente, a un notable descenso de los flujos de entrada de inversión directa extranjera hacia la zona del euro, que fue superior a la caída de las inversiones directas de los residentes de la zona del euro en el exterior. El descenso de las entradas netas de inversiones de cartera fue, en buena medida, resultado de un cambio de tendencia desde adquisiciones netas (41,6 mm de euros) a ventas netas (8,5 mm de euros) de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro realizadas por residentes extranjeros. Esta evolución podría atribuirse a los sólidos resultados económicos obtenidos por otras regiones del mundo, especialmente durante el primer semestre del 2004. No obstante, la tendencia del agregado de inversiones directas y de cartera ha variado desde julio del 2004, posiblemente como consecuencia de un renovado interés en los instrumentos financieros de la zona del euro por parte de los inversores extranjeros.

ARTÍCULOS

EL NUEVO ACUERDO DE BASILEA: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPLICACIONES



En junio del 2004, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó el marco revisado del documento titulado «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards», conocido como nuevo Acuerdo de Capital de Basilea o «Basilea II». En el presente artículo se describen, en primer lugar, las principales características del nuevo marco. A continuación, se analiza el impacto que podría tener sobre las entidades de crédito, las empresas y las actividades del Euro-sistema, prestando especial atención al posible aumento de la prociclicidad, al tratarse de uno de los temas que fueron especialmente motivo de debate. Por último, se consideran algunos de los principales aspectos que presenta la aplicación del marco revisado en el contexto de la UE, centrándose en particular en la cooperación en materia de supervisión.,

INTRODUCCIÓN

El 26 de junio de 2004, los gobernadores de los bancos centrales y los máximos responsables de las autoridades supervisoras bancarias de los países del G10 aprobaron el nuevo Acuerdo de Capital de Basilea o «Basilea II», cuyo marco revisado está recogido en el documento titulado «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards». Esta aprobación representa la culminación de un proyecto que constituyó un verdadero reto y que fue llevado a cabo por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea¹ (en lo sucesivo, el Comité de Basilea) y las instituciones que lo integran a lo largo de un período de más de cinco años. La primera propuesta se publicó en junio de 1999 y se publicaron, posteriormente, dos documentos de consulta en el 2001 y 2003.

El Acuerdo de Basilea II tiene específicamente por objeto solventar las principales deficiencias del presente marco de requerimientos de capital. A estos efectos, el nuevo Acuerdo contempla enfoques más complejos para el cálculo de los requerimientos de capital para el riesgo de crédito, en línea con las actuales buenas prácticas seguidas por las entidades de crédito. El nuevo marco tiene también como objetivo reducir el alcance del «arbitraje de capital»² y ofrecer técnicas de mitigación del riesgo más precisas. Además, el marco revisado introduce requerimientos de capital para el riesgo operacional y detalladas obligaciones de información al mercado. Por último, se amplía el alcance de la supervisión, ya que los supervisores deberán evaluar si las entidades bancarias valoran adecuadamente sus necesidades de capital en relación con sus riesgos, y habrán de intervenir en caso necesario.

El nuevo Acuerdo de Capital está encaminado a salvaguardar la seguridad y solvencia e incrementar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. A estos efectos, el Comité de Basilea ha dotado al nuevo marco de adecuación del capital de una estructura que potencia los incentivos para una gestión bancaria prudente. El nuevo Acuerdo prevé también la participación directa de los supervisores bancarios, que deberán validar la medición de los riesgos realizada por las entidades de crédito y determinar las reservas de capital que éstas habrán de constituir. Finalmente, al establecer obligaciones de información, el marco revisado crea un entorno en el que los participantes en el mercado tienen un mejor acceso a la información sobre los riesgos de las distintas organizaciones bancarias, lo que permite ejercer una disciplina de mercado más efectiva.

Este enfoque global responde a la necesidad de mejorar el control de riesgos, al adecuar más el capital regulatorio al concepto de capital económico basado en el riesgo. En consecuencia, el establecimiento de requerimientos de capital más acordes con los riesgos asumidos por las distintas entidades de crédito fomentará la estabilidad del sector bancario. Por otra parte, el incentivo de desarrollar o mejorar una función de gestión de riesgos especialmente adaptada dentro de cada

- 1 El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está integrado por los bancos centrales y las autoridades supervisoras de los países del G10, España y Luxemburgo. El Comité, en el que el BCE participa en calidad de observador, es el organismo que desarrolla las normas relativas a los diversos aspectos de la supervisión bancaria y constituye un foro para la cooperación entre estas instituciones.
- 2 Estrategias orientadas a reducir los requerimientos de capital regulatorio de una entidad de crédito, sin que se produzca una reducción correspondiente de su exposición al riesgo.

organización bancaria propiciará una mayor eficiencia y estabilidad en el sistema. El papel activo que desarrollarán las autoridades supervisoras alentará a las entidades bancarias a perfeccionar sus funciones de gestión de riesgos, al tiempo que los participantes en el mercado dispondrán de suficiente información para valorar adecuadamente los riesgos, los resultados y la adecuación del capital de una entidad.

I ESTRUCTURA DEL MARCO DE BASILEA II

El marco de Basilea II ha sido desarrollado sobre la base de una estructura de tres pilares: los requerimientos mínimos de capital (Pilar I), el proceso de revisión supervisora (Pilar II) y la disciplina de mercado (Pilar III).

El Pilar I, que establece los requerimientos mínimos de capital, desarrolla y amplía las normas contempladas en el Acuerdo de Capital de 1988 (Basilea I). A estos efectos, se mejora sustancialmente el cálculo del denominador de la ratio de capital de una entidad de crédito, es decir, los activos ponderados según el riesgo, con objeto de reflejar con más precisión el perfil de riesgo de las entidades. La definición del numerador, es decir, el capital regulatorio, no cambia prácticamente. Tampoco varía el requerimiento mínimo general de capital, fijado en el 8% de los activos ponderados según el riesgo.

Las principales innovaciones del Pilar I son las siguientes:

- i) La inclusión del riesgo operacional como nueva categoría de riesgo en la definición de los activos ponderados según el riesgo. Se trata del riesgo de pérdida resultante de deficiencias o fallos de los procesos, las personas o los sistemas internos, o de acontecimientos externos.
- ii) La introducción de tres opciones, que presentan un grado creciente de complejidad y de sensibilidad al riesgo, para el cálculo del riesgo de crédito y del riesgo operacional. Para el riesgo de crédito se aplican el enfoque estándar y el enfoque basado en calificaciones in-

ternas, o enfoque IRB (*internal-ratings based – IRB*), del que existen dos versiones: el enfoque IRB básico y el enfoque IRB avanzado. Para el riesgo operacional se contempla el enfoque de indicador básico, el enfoque estándar y el enfoque de medición avanzado (*advanced measurement approach – AMA*).

Por lo que se refiere a la medición del riesgo de crédito, el enfoque estándar incluido en el nuevo marco es conceptualmente idéntico al del Acuerdo de Capital de 1988, aunque alcanza un mayor nivel de sensibilidad al riesgo³. En el Acuerdo de Basilea I, las distintas ponderaciones según el riesgo dependen de la categoría general a la que pertenece el prestatario, es decir, emisores soberanos, entidades de crédito o empresas. En el nuevo marco, las ponderaciones según el riesgo se adaptan en mayor medida, utilizando una calificación crediticia establecida por un organismo externo de evaluación del crédito reconocido que responde a los criterios de admisión de las autoridades supervisoras.

El enfoque IRB para el riesgo de crédito es uno de los elementos más innovadores del Acuerdo de Basilea II. En sus versiones «básica» y «avanzada», el enfoque IRB permite a las entidades de crédito cuantificar algunos de los elementos fundamentales necesarios para calcular sus requerimientos de capital. Así pues, las ponderaciones según el riesgo y, por ende, los requerimientos de capital, se determinan mediante una combinación de los datos cuantitativos proporcionados por las entidades bancarias o por las autoridades supervisoras y de las funciones de ponderación según el riesgo especificadas por el Comité de Basilea (véase recuadro I).

En cuanto al riesgo operacional, que es una nueva categoría de riesgo sujeta a requerimientos de capital, se implanta un nuevo sistema de capital regulatorio basado en tres métodos distintos.

3 Por ejemplo, para los préstamos a empresas, el Acuerdo de Capital de 1988 sólo contemplaba una categoría de ponderación según el riesgo del 100%, mientras que en el Acuerdo de Basilea II el enfoque estándar establece cinco categorías, del 20%, 50%, 75% (para los riesgos considerados de cartera de negocio minorista), 100% y 150%.

Con el primer método, el enfoque de indicador básico, los requerimientos de capital de una entidad de crédito para el riesgo operacional serían iguales al 15% de la media anual de su margen ordinario correspondiente a los tres años anteriores. Con el segundo método, el enfoque estándar, el margen ordinario de una entidad bancaria se divide entre ocho líneas de negocio distintas. Los requerimientos de capital se calculan para cada una de estas líneas, multiplicando el margen ordinario respectivo por el factor, determinado por el Comité de Basilea, asignado a la línea en cuestión. Los requerimientos totales de capital para el riesgo operacional son la suma de los requerimientos de capital de cada una de estas ocho líneas de negocio. El tercer y más complejo método de cálculo es el enfoque de medición avanzado AMA. Según el enfoque AMA, los requerimientos de capital regulatorio se calculan sobre la base de los sistemas internos de medición del riesgo operacional de las entidades de crédito, que deben tener en cuenta no sólo los datos observados de pérdidas, internos y externos, sino también los análisis de escenarios alternativos y los factores relativos al entorno operativo y a los controles internos de las entidades bancarias.

Por lo que respecta al cálculo del riesgo de mercado, en el nuevo marco se mantienen básicamente los enfoques establecidos en la modificación de 1996 del Acuerdo de Capital de 1988.

De conformidad con el Pilar II, que define el proceso de revisión supervisora, las entidades de crédito han de evaluar la adecuación de su capital sobre la base de su propia metodología interna de gestión de riesgos, y los supervisores comprobarán si el capital de estas entidades es el adecuado para su perfil global de riesgo y su correspondiente estrategia. Los supervisores examinarán también si la entidad de crédito debería mantener recursos adicionales frente a riesgos no incluidos en el Pilar I y si tienen que intervenir a estos efectos. El papel activo de las autoridades supervisoras animará a las entidades de crédito a desarrollar y utilizar mejor sus funciones de gestión de riesgos. El Pilar II proporciona a los supervisores una discrecionalidad mucho mayor que antes para evaluar la adecuación del capital de las entidades. En este contexto, una aplicación coherente de las prácticas de supervisión entre los distintos países, en particular entre los Estados miembros de la UE, es de suma importancia para eliminar las actuaciones innecesarias y garantizar la igualdad de condiciones.

Recuadro I

FUNDAMENTO TEÓRICO DEL ENFOQUE BASADO EN CALIFICACIONES INTERNAS

El enfoque del marco de Basilea II relativo a la medición del riesgo de crédito representa un paso importante en la regulación bancaria, ya que combina la aplicación práctica con una sólida base teórica. Dado que la nueva metodología está concebida para ser aplicada por entidades de crédito con un tamaño, una estructura y un perfil de riesgo diferentes, se dispone por primera vez de un enfoque común para la modelización del riesgo de crédito en todas las clases de entidades bancarias a efectos de regulación. El enfoque IRB está estrechamente relacionado con los principales resultados de la moderna teoría de fijación del precio de los activos. Su metodología se basa en un modelo que establece la probabilidad de que una empresa prestataria no pueda hacer frente a sus obligaciones de pago, representadas por la diferencia entre el valor de sus activos y el valor nominal de su deuda. El valor de los activos de la empresa se modeliza como variable que cambia a lo largo del tiempo, como resultado, en parte, del impacto de perturbaciones aleatorias. Se supone que el impago se produce cuando los activos de una empresa son insuficientes para amortizar su deuda. La correspondiente medida del riesgo de crédito dentro de un determinado plazo (normalmente, un año) es la probabilidad de impago¹.

¹ Para más información sobre este modelo teórico, véase en particular M. Gordy, «A risk-factor model foundation for ratings-based bank capital rules», *Journal of Financial Intermediation*, Volumen 12, 2003, pp. 199-232.

En el enfoque IRB, el capital mínimo requerido se basa en la distribución de las pérdidas por impago en una cartera de préstamos o de instrumentos similares. El horizonte temporal establecido para la evaluación del riesgo es de un año. El modelo IRB se basa además en el supuesto de un nivel de confianza del 99,9%. Ello significa que se espera que la pérdida efectiva sea superior a la estimación del modelo una vez en mil años. Por otro lado, tras el acuerdo alcanzado por el Comité de Basilea en enero del 2004, los requerimientos de capital según el enfoque IRB sólo se aplican a las pérdidas inesperadas, es decir, las pérdidas que no están cubiertas por provisiones.

En el marco de Basilea II, el cálculo de los requerimientos de capital para el riesgo de impago de un préstamo se basa en los seis componentes siguientes:

- *Probabilidad de impago*: estimación de la probabilidad de que el prestatario no atienda sus obligaciones de pago en un determinado plazo, por ejemplo, un año.
- *Pérdida en caso de impago*: pérdida por impago de un préstamo por parte del prestatario, que se expresa, generalmente, como porcentaje del valor nominal original de la deuda.
- *Exposición en caso de impago*: valor nominal de la deuda del prestatario.
- *Vencimiento del préstamo*.
- *Correlación en el riesgo sistemático*: estimación de la relación entre el impago conjunto de dos prestatarios distintos. El modelo IRB se basa en un modelo de valor de los activos de un sólo factor para describir el movimiento conjunto de los impagos de una cartera. El factor común que no se puede observar puede interpretarse como variable que representa el estado del ciclo económico. En el marco del Comité de Basilea, las correlaciones IRB en el factor único de riesgo sistemático dependen del tamaño y de la calidad crediticia de la empresa.
- *Función de ponderación según el riesgo*: función que relaciona la previsión de pérdida con los requerimientos mínimos de capital; en el marco del Comité de Basilea se especifican las ponderaciones según el riesgo del enfoque IRB.

La principal diferencia entre el enfoque IRB básico y el enfoque IRB avanzado estriba en la definición de las variables utilizadas. Ambos enfoques se basan en las estimaciones de la probabilidad de impago de las entidades de crédito. Sin embargo, las estimaciones internas de la pérdida por impago, de la exposición en caso de impago y del vencimiento del préstamo sólo se tienen en cuenta en el enfoque IRB avanzado.

El marco de Basilea II reconoce la importancia del tipo de activos para explicar el perfil de riesgo de los instrumentos sujetos al riesgo de impago, por lo que distingue entre préstamos a empresas, financiación con garantía de propiedades inmobiliarias comerciales y cartera de negocio minorista. El modelo se basa en el supuesto de que existe una escasa concentración de riesgos en la cartera de préstamos y de que el riesgo de impago de un determinado prestatario no depende de la composición del conjunto de la cartera. Esta característica del enfoque IRB reduce considerablemente la complejidad del método y permite, asimismo, que las entidades de crédito más pequeñas y sencillas apliquen un concepto de gestión de riesgos más moderno.

El Pilar III tiene por objeto mejorar la disciplina de mercado, estableciendo obligaciones de información que requieran de las entidades de crédito la publicación de datos cualitativos y cuantitativos detallados sobre sus riesgos, su capital y su gestión de riesgos. Estas obligaciones se refieren no sólo a la manera en que una entidad determina la adecuación de su capital, sino también a las técnicas que utiliza para evaluar sus riesgos. Entre las informaciones básicas que se recomienda proporcionar se incluyen algunas exigencias específicas para recibir la aprobación de los supervisores respecto al uso de las metodologías internas relativas al riesgo de crédito, a las técnicas de reducción de dicho riesgo y a la titulación de activos.

Para que el marco de Basilea II promueva eficazmente la seguridad y solvencia de las entidades de crédito, se necesitará una interacción fluida entre los tres pilares. La eficacia de esta interacción dependerá de la medida en que los tres pilares, en particular el proceso de revisión supervisora y la disciplina de mercado, se apliquen en todos los países interesados. Será fundamental lograr una convergencia suficiente en la implantación de estos elementos.

2 POSIBLE IMPACTO DEL ACUERDO DE BASELEA II

IMPACTO SOBRE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El nuevo régimen de adecuación del capital ha sido calibrado por el Comité de Basilea de manera que los requerimientos mínimos de capital totales aplicables al sistema bancario no cambien en promedio. Sin embargo, puede producirse una redistribución del capital entre las entidades de crédito según su perfil de riesgo y sus actividades comerciales.

El Comité de Basilea ha estudiado el posible impacto del marco de Basilea II por medio de varios estudios cuantitativos de impacto (*quantitative impact studies - QISs*) realizados antes de la ultimación del marco. En conjunto, los resultados del último estudio, el QIS3⁴, se correspondían con los objetivos establecidos por el Comité de Basilea. El QIS3 mostró que los requerimientos mínimos de capital se mantendrían prácticamente sin cambios para los grandes bancos que operan a escala

internacional, dado que es probable que estas entidades utilicen los enfoques IRB. Para las entidades más pequeñas que operan a escala nacional, los requerimientos de capital podrían ser sustancialmente menores con los enfoques IRB. Sin embargo, los resultados presentaban una acusada disparidad según la composición de las carteras de las entidades bancarias. En consecuencia, el impacto de los nuevos requerimientos de capital puede variar de forma significativa entre las entidades de crédito.

El posible impacto del marco de Basilea II en la UE se analizó en el Informe de Barcelona⁵, elaborado en respuesta a la petición de un informe sobre las consecuencias del Acuerdo de Basilea II para todos los sectores de la economía europea, que el Consejo Europeo formuló a la Comisión Europea en su reunión de Barcelona de marzo del 2002. El informe, publicado en el 2004, analizó las consecuencias macroeconómicas del marco de Basilea II y concluyó que el nuevo marco podría reducir ligeramente, en torno a un 5%, los requerimientos totales de capital para las entidades de crédito de la UE15. Por otro lado, es probable que se produzca una redistribución de los requerimientos de capital regulatorio entre las entidades bancarias y entre los sistemas bancarios de los distintos países.

Varios países, de los que algunos pertenecen al G10 y otros no, están llevando a cabo el cuarto QIS y otros tienen previsto realizar estudios cuantitativos de impacto sobre temas específicos. Los resultados de estos análisis deberían estar disponibles en el transcurso del 2005 y podrían llevar al Comité de Basilea a ajustar algunos de los parámetros técnicos del marco.

IMPACTO SOBRE LAS EMPRESAS

En el debate sobre el impacto del nuevo marco, varios interlocutores señalaron los posibles efectos negativos que los nuevos requerimientos de capital podrían tener sobre la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME). En particular, expresa-

4 Para más información, véase la publicación «Quantitative Impact Study 3: Overview of global results», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2003.

5 «Study on the financial and macroeconomic consequences of the draft proposed new capital requirements for banks and investment firms in the EU», Price WaterhouseCoopers Risk Management, 2004.

ron la preocupación de que los métodos de calificaciones cuantitativas, como el enfoque IRB, pudieran atribuir una mayor importancia a las ratios financieras que a factores cualitativos como la capacidad del empresario o sus planes de negocios. Este cambio en la evaluación de la calidad crediticia podría originar una valoración más alta del riesgo y elevar los costes financieros de las PYME. Además, las empresas de nueva creación podrían quedar desfavorecidas, toda vez que carecen, generalmente, de calificaciones anteriores. Un aumento de los costes del crédito o una disminución de la oferta de crédito podrían provocar un deterioro de la situación financiera de las PYME. Dado que estas empresas son un componente importante de la economía de la UE, si se produjeran estas circunstancias podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento económico, la innovación y el empleo. Sin embargo, la configuración final del marco de Basilea II debería disipar estas preocupaciones, ya que cabe esperar, en general, que las PYME reciban un trato bastante más favorable que el que les otorga el marco actual.

IMPACTO SOBRE ALGUNAS DE LAS ACTIVIDADES DEL EUROSISTEMA

La utilización de los enfoques estándar e IRB para el riesgo de crédito debería determinar las prácticas de gestión de riesgos de las entidades de contrapartida del Eurosistema e incidir en la disponibilidad de evaluaciones externas del crédito. A su vez, ello tendrá un impacto significativo sobre la admisión de los activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema.

Para que los instrumentos de renta fija negociables puedan incluirse en los activos de garantía de la «lista uno»⁶ admitidos por el Eurosistema, han de presentar una elevada calidad crediticia, que se valorará teniendo en cuenta, entre otras cosas, las evaluaciones disponibles de agencias de calificación crediticia. Los criterios de admisión de los organismos externos de evaluación del crédito y el proceso de reconocimiento de dichos organismos a efectos de supervisión prudencial nacional influirán en la calidad de las calificaciones y en la igualdad de condiciones que ofrezca el mercado en este ámbito.

En agosto del 2004, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó, en principio, la inclusión de los préstamos

bancarios de todos los países de la zona del euro en la lista única de activos de garantía⁷. Sin embargo, para que estos activos sean admitidos de una forma general es necesario adoptar soluciones específicas para evaluar el riesgo de crédito cuando no exista ninguna calificación. Una de las alternativas consideradas es que, al evaluar la calidad crediticia de los activos de garantía proporcionados por una entidad de contrapartida, se examine el enfoque IRB utilizado por dicha entidad.

3 REQUERIMIENTOS DE CAPITAL REGULATORIO Y PROCICLICIDAD

Cuando se estaba elaborando el nuevo marco se expresó la preocupación de que los nuevos requerimientos pudieran incrementar la prociclicidad del sistema financiero. El propio BCE ha tratado repetidamente este importante tema de política económica⁸. En este caso, la prociclicidad se refiere al fenómeno según el cual los préstamos bancarios tienden a seguir el mismo patrón cíclico que el de la economía real, es decir, un fuerte crecimiento en una fase expansiva del ciclo económico y un crecimiento más lento, o incluso una contracción, en una fase recesiva. En general, las actividades de las entidades de crédito presentan características procíclicas, con independencia de las normas que regulan los requerimientos de capital. Esta prociclicidad se debe, por ejemplo, a la existencia de una información asimétrica o de imperfecciones del mercado. En el marco de Basilea II, el debate se centra especialmente en la posibilidad de que aumente la prociclicidad del sistema financiero⁹.

6 Los activos de garantía de la «lista uno» comprenden los activos negociables que responden a determinados criterios uniformes de admisión para el conjunto de la zona del euro especificados por el BCE.

7 El Eurosistema sustituye el actual sistema de dos listas por una lista única, a fin de armonizar el marco de los activos de garantía.

8 Véanse, en particular, los comentarios del BCE sobre el segundo y tercer documentos de consulta del Comité de Basilea y sobre el tercer documento de consulta de la Comisión Europea relativos a la revisión del régimen de adecuación de capital de la UE para las entidades de crédito y las empresas de inversión. En el nuevo marco de requerimientos de capital de la UE (refundición de las Directivas 2000/12/CE y 93/6/CEE) se contempla la participación del BCE en el seguimiento periódico de los posibles efectos de las directivas sobre el ciclo económico (artículo 156 de la refundición de la Directiva 2000/12/CE). La Comisión Europea informará al respecto al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo.

9 Puede encontrarse un análisis detallado del debate sobre este tema en L. Allen y A. Saunders, «Incorporating Systemic Influences Into Risk Measurements: A Survey of the Literature», *Journal of Financial Services Research*, 2004.

El marco de Basilea II puede dar lugar a efectos procíclicos por el hecho de que los tres principales componentes del sistema IRB se ven influidos ellos mismos, aunque en distintas medidas, por movimientos cíclicos (véase un resumen del enfoque IRB en el recuadro 1). En primer lugar, en una fase recesiva pueden elevarse las estimaciones sobre las probabilidades de impago de los prestatarios efectuadas por las entidades de crédito, si se trata de evaluaciones a corto plazo. Esta calificación coyuntural, llamada «*point-in-time*», cambia como resultado de una variación en la calidad del crédito a lo largo del ciclo económico. Por el contrario, una calificación válida a lo largo de un ciclo, denominada «*through-the-cycle*», requiere un análisis a más largo plazo del riesgo de impago de los prestatarios sobre la base de un escenario que tenga, por ejemplo, en cuenta el efecto de una desaceleración del ciclo económico. En segundo lugar, las pérdidas por impago pueden incrementarse en una fase recesiva, ya que se ha observado en términos históricos que la recuperación de las deudas impagadas es menor en un entorno recesivo. En tercer lugar, también puede crecer la exposición en caso de impago de un préstamo, dado que los prestatarios podrían utilizar la totalidad de sus líneas de crédito durante una fase recesiva.

Los argumentos expuestos anteriormente indican que en una fase recesiva del ciclo económico la mayor sensibilidad al riesgo de los sistemas de calificación de las entidades de crédito puede elevar los requerimientos de capital regulatorio. En el caso de una pronunciada desaceleración, los ratios de capital de las entidades bancarias pueden incluso descender hasta un nivel próximo al mínimo del 8%. Si las entidades no pueden ajustar su nivel de capital con facilidad, la presión resultante podría llevarlas a reducir los préstamos hasta caer por debajo del nivel justificado por el retroceso de la demanda que se observa en un entorno contractivo. Con ello se acentuaría la recesión.

A fin de responder a la preocupación suscitada por la prociclicidad, el marco de Basilea II incluye una serie de medidas específicas que representan una mejora sustancial con respecto a las propuestas anteriores. En primer lugar, el Comité de Basilea decidió aplanar la función de ponderación se-

gún el riesgo utilizada en el Pilar I para calcular los requerimientos mínimos de capital, lo que redujo la sensibilidad al riesgo de los requerimientos de capital.

En segundo lugar, de conformidad con el Pilar II, las entidades de crédito han de evaluar su capacidad de asunción de riesgos en unos escenarios que afectarían particularmente a sus riesgos de crédito. Además, las entidades que utilizan el enfoque IRB deben realizar una prueba de estrés específica para el riesgo de crédito, con el fin de evaluar en qué medida determinados acontecimientos incidirían en sus requerimientos de capital. A estos efectos, las entidades bancarias deberían tener al menos en cuenta en su análisis el impacto de fases moderadamente recesivas del ciclo económico. En general, todavía prosigue el estudio de metodologías fiables y prácticas aplicables a las pruebas de estrés para el riesgo de crédito según el enfoque IRB. Por consiguiente, parece aconsejable que tanto las entidades de crédito como los supervisores multipliquen los esfuerzos por desarrollar metodologías adecuadas.

Dado el comportamiento potencialmente cíclico de los requerimientos mínimos de capital, las entidades de crédito podrían constituir de forma preventiva reservas de capital suficientes por encima del mínimo regulatorio. Estas reservas, preconizadas por el acuerdo de Basilea II, pueden reducir los efectos macroeconómicos potencialmente negativos de una fase recesiva. Algunos países promueven la constitución de «provisiones dinámicas». Según este enfoque, en el proceso de dotación de provisiones se considera la posible pérdida durante toda la vida del préstamo, con lo que se tiene en cuenta el perfil de riesgo global del préstamo a lo largo del ciclo económico. Por último, con el enfoque IRB las entidades de crédito deberían evaluar los riesgos de crédito de los prestatarios en un horizonte temporal más dilatado. Esto es particularmente importante en el caso de las entidades bancarias que efectúan préstamos a empresas pertenecientes a sectores cíclicamente sensibles y que deberían llevar a cabo una evaluación del riesgo de impago más conservadora en las fases expansivas.

En la elaboración del nuevo marco se tuvo debidamente en cuenta el problema de la prociclicidad y, en comparación con los proyectos anteriores del nuevo acuerdo, se redujo sensiblemente el alcance de estos efectos. En el recuadro 2 se ofrece evidencia empírica de la limitada prociclicidad que se observa en el documento final del marco de Basilea II. Los posibles instrumentos para reducir el incremento de la prociclicidad en el sistema financiero, como las evaluaciones de la evolución futura del riesgo de crédito, las pruebas de estrés y las provisiones dinámicas, deberían considerarse como medidas complementarias.

4 EL NUEVO MARCO DE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL DE LA UE

El marco de Basilea II es la base en la que se fundamentan los cambios legislativos que se están llevando a cabo en la UE. El marco de capital de la UE basado en el Acuerdo de Capital de 1988 necesitaba una revisión global para dotarlo de una mayor sensibilidad al riesgo y adaptarlo a prácticas de gestión de riesgos más actualizadas y perfeccionadas, lo que redundará en una mayor estabilidad financiera de la UE.

El nuevo marco de capital de la UE se incorporará a la legislación comunitaria mediante la refundición de dos directivas existentes: la Directiva Bancaria Unificada (2000/12/CE) y la Directiva sobre adecuación del capital (93/6/CEE). Cabe observar que el BCE considera esta nueva estructura legislativa como el primer paso de un proceso a más largo plazo, cuyo objetivo último sería fusionar en un marco común requerimientos similares extraídos de distintas directivas. Este marco común, que constituiría la columna vertebral de la regulación bancaria, propiciaría una mayor integración financiera y contribuiría eficazmente al desarrollo del mercado único¹⁰.

Es esencial que la UE disponga de un sólido marco de adecuación del capital. Sin embargo, sólo se cosecharán todos los beneficios de la integración financiera si se implanta y aplica este marco de una manera coherente en los Estados miembros. Esta necesidad ha sido reconocida ya en el contexto de las iniciativas encaminadas a la aplicación del enfoque Lamfalussy¹¹, en particular en relación con las

actividades que el marco de la UE para la supervisión financiera tiene previstas para responder a los retos que la creciente integración de los mercados financieros plantea para la supervisión. A estos efectos, la convergencia de la regulación ha de complementarse con la convergencia de la supervisión.

Aunque se base en el marco de Basilea II, el marco revisado de la UE para la adecuación del capital incorpora algunas diferencias que reflejan características específicas de la economía europea. En primer lugar, contrariamente al marco de Basilea II, orientado hacia las entidades bancarias con actividades internacionales, el marco de la UE se aplicará, en principio, de forma consolidada e individual a todas las entidades de crédito, así como a las empresas de inversión, con independencia de su nivel de complejidad. Esta agrupación de entidades con distintos niveles de complejidad ha requerido el establecimiento de normas sobre el uso parcial de los enfoques más elaborados. Así pues, las entidades con una estructura más simple pueden aplicar ahora enfoques más complejos a parte de su cartera de riesgos de crédito y enfoques más sencillos al resto de su cartera.

En segundo lugar, el marco de la UE está también encaminado a garantizar la adecuación de las normas prudenciales a los riesgos incurridos. Para algunas empresas de inversión, el actual enfoque más sencillo que consiste en establecer un límite más bajo para el cálculo de los requerimientos de capital («requerimientos de capital basados en el gasto») se puede seguir aplicando en lugar de los nuevos requerimientos específicos para el riesgo operacional.

En tercer lugar, con el fin de contribuir a que se alcance el objetivo primordial de fomentar la integración financiera, el marco de la UE contempla

10 Véanse los comentarios del BCE al tercer documento de consulta de la Comisión Europea sobre el capital regulatorio, noviembre 2003.

11 Procedimientos para la adopción de lo que se conoce en el enfoque Lamfalussy como «legislación de nivel 2», según la propuesta del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos. De acuerdo con este concepto, la Comisión debe presentar a un comité de regulación proyectos de medidas técnicas de aplicación de la «legislación de nivel 1» (principios marco adoptados mediante directivas o reglamentos). Para más detalles, véase el artículo titulado «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2004.

Recuadro 2

EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE LA PROCICLICIDAD EN EL CONTEXTO DE LA UE

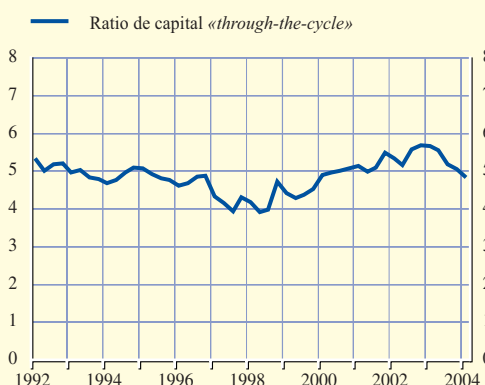
El BCE realizó un estudio empírico sobre el alcance de la volatilidad del capital derivada de los requerimientos de capital establecidos según el enfoque IRB. A estos efectos, se utilizó el reconocido indicador de riesgo de crédito KMV de Moody's para calcular los requerimientos de capital según el enfoque IRB. Se construyó una cartera hipotética, compuesta por préstamos de 6000 grandes empresas no financieras de la UE, con una muestra diversificada de préstamos de los países de la UE15, que reflejaba la creciente integración del sistema bancario de la UE, la expansión de las operaciones bancarias transfronterizas y la armonización prevista de la aplicación del marco de Basilea II a nivel comunitario. El estudio abarcó el período comprendido entre los años 1992 y 2004, por lo que incluyó varias fases de turbulencia, como la observada en 1998 (impago de LTCM) y en el período posterior a marzo del 2000 (cuando explotó la burbuja tecnológica).

Para calcular los requerimientos de capital según el enfoque IRB básico, se transformó el indicador de riesgo de crédito KMV de Moody's en un sistema de calificaciones con diez categorías y una perspectiva cíclicamente neutra. En este sentido, el análisis empírico tenía por objeto replicar, de la manera más aproximada posible, la aplicación de un enfoque IRB básico con una perspectiva «*through-the-cycle*».

Los principales resultados del análisis empírico se presentan de forma resumida en el gráfico, en el que destacan dos puntos. En primer lugar, para la cartera hipotética de empresas de la UE15 los requerimientos de capital regulatorio según el enfoque IRB se mantienen por debajo del 8%, con una mediana del 4,9% y una desviación típica del 0,4%. En este contexto, es importante tener en cuenta que la reducción estimada de los requerimientos mínimos de capital regulatorio en relación con el marco de Basilea I no supone automáticamente una disminución del capital total mantenido por las entidades de crédito para cobertura de riesgos. En segundo lugar, la versión final del marco de Basilea II aminorará el problema de la prociclicidad si el enfoque IRB se aplica tal y como está previsto. En el gráfico se observa que con el enfoque «*through-the-cycle*» el capital muestra, en general, una volatilidad relativamente baja.

Requerimientos de capital para la cartera hipotética según el enfoque IRB básico

(en porcentaje)



Fuentes: KMV de Moody's y cálculos del BCE.

una mayor cooperación y coordinación entre las autoridades supervisoras, potenciando el papel de la autoridad responsable de la supervisión en base consolidada, siendo ésta, en general, la autoridad supervisoras nacional del Estado miembro en el que está autorizada la entidad matriz de un grupo transfronterizo de empresas. El «supervisor en base consolidada» es el responsable de la supervi-

sión de un grupo transfronterizo de la UE al nivel más elevado. Esta función incluirá ahora la coordinación y la aprobación de la utilización de los enfoques más complejos para el cálculo de los requerimientos de capital de un grupo transfronterizo de la UE. La aprobación de la solicitud de utilización de estos enfoques habrá de decidirse conjuntamente por las autoridades supervisoras

interesadas; sin embargo, si no adoptan una decisión en un determinado plazo de tiempo, corresponderá al supervisor en base consolidada aprobar o no la solicitud.

Esta disposición tiene por objeto promover la igualdad de condiciones para las instituciones financieras europeas en el mercado internacional, manteniendo, por ejemplo, la posición competitiva de un grupo paneuropeo que solicita la aprobación de sus modelos internos de riesgos frente a su contrapartida de Estados Unidos (que sólo tiene que presentar una única solicitud). Cabe señalar que el papel más importante atribuido al supervisor en base conso-

lidada encuentra un decidido respaldo en algunas de las principales entidades transfronterizas, que desearían limitar la carga de la supervisión y evitar múltiples peticiones de los supervisores nacionales.

Por último, el marco de capital de la UE requiere también una mayor información por parte de los supervisores, que deben hacer pública la información relativa a la aplicación de las normas, el ejercicio de la discrecionalidad nacional y las metodologías adoptadas en la revisión y la evaluación de la solvencia de las entidades supervisadas. Estas disposiciones tienen por objeto fomentar la transparencia y garantizar la igualdad de condiciones en la UE.

FLUJOS FINANCIEROS HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: CAMBIO DE TENDENCIAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE

ARTÍCULOS

Flujos financieros
hacia las economías
emergentes:
cambio de tendencias
y evolución
reciente

Las economías emergentes han cobrado cada vez más importancia como consecuencia de su creciente integración en los mercados mundiales. Tras una serie de crisis financieras a finales de los años noventa y principios de la década del 2000, estas economías atraviesan actualmente un período de relativa estabilidad y mejora de las variables económicas fundamentales. Al mismo tiempo, su proceso de integración pasa por un momento extraordinario. Como grupo, estas economías registran superávit por cuenta corriente, superávit que ha aumentado considerablemente y que las ha transformado en exportadores netos de capital al resto del mundo. Las reservas oficiales se han acumulado a un ritmo rápido, alcanzando niveles sin precedentes, mientras que los otros flujos financieros que, el pasado año, resurgieron de forma inesperada tras un bache que se prolongó durante cinco años, se están concentrando cada vez más en categorías concretas y en determinadas economías. El crecimiento de la economía china es sólo uno de los factores determinantes —aunque de importancia capital— de esta evolución. En el presente artículo se analizan algunos de los factores que afectan a los flujos financieros, incluidas las reservas oficiales, y se plantean algunos interrogantes respecto a los inusuales cambios que se están produciendo.

I LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LA ECONOMÍAS EMERGENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA ECONOMÍA MUNDIAL

Las economías emergentes están navegando actualmente con el viento a su favor. Tras varios años de comportamiento muy desigual, marcado por episodios de crisis y dificultades en el proceso de reforma, las economías emergentes están obteniendo mejores resultados que las economías avanzadas en muchos aspectos, incluidos el crecimiento económico y comercial. El superávit por cuenta corriente, que comenzaron a registrar después de la crisis de Asia de 1997-98, y cuya desaparición se preveía a medida que las economías afectadas se recuperasen ha seguido aumentando. Los flujos financieros que reciben estas economías se han duplicado recientemente y, al mismo tiempo, las reservas oficiales han aumentado a un ritmo incluso más rápido¹. Si en los flujos financieros se incluyen las variaciones de las reservas oficiales, las economías emergentes —contrariamente a lo que se piensa— se han convertido cada vez más en exportadores netos de capital al resto del mundo, transfiriendo así excedentes de ahorro a las economías más avanzadas. En el presente artículo, que pretende arrojar cierta luz sobre estos fenómenos, se analiza esta evolución, en particular el repunte de los flujos financieros y la considerable acumulación de reservas.

La evolución de las finanzas en las economías emergentes ha cobrado cada vez más importancia

a medida que se ha fortalecido su papel en los mercados mundiales. A través de una mayor integración en los mercados financieros, las economías emergentes no sólo se encuentran en situación de mejorar sus perspectivas de crecimiento, sino que, al mismo tiempo, han brindado mayores oportunidades de diversificación a los inversores extranjeros (de las economías avanzadas y, cada vez más, de otras economías menos desarrolladas). Sin embargo, la evolución de las economías emergentes también puede entrañar riesgos para la estabilidad de los mercados financieros mundiales y, por consiguiente, el análisis de estas economías se ha convertido en parte intrínseca de la evaluación de dicha estabilidad. Una razón importante es que tienden a mostrar una mayor variabilidad en los fundamentos económicos y, como consecuencia, mayor volatilidad de los flujos financieros. A nivel institucional, las economías emergentes se han convertido en un elemento básico de la configuración de la nueva arquitectura financiera internacional, no sólo porque han sustituido a las economías avanzadas como principales receptores de asistencia de las instituciones financieras interna-

¹ En este artículo se utilizan dos definiciones de flujos financieros: una amplia y otra en sentido estricto. Esta última (a la que nos referiremos a lo largo del artículo como «flujos financieros») abarca todos los flujos privados netos en forma de inversión directa extranjera, inversión de cartera, otra inversión privada (como préstamos bancarios, créditos comerciales y derivados financieros), así como los flujos oficiales, principalmente en forma de asistencia financiera e inversión de cartera. La definición más amplia, que se utiliza en las secciones 4 y 5 —«flujos financieros incluidas las reservas oficiales»— incluye también las variaciones de los activos de reserva oficiales.

cionales, sino también porque, en términos absolutos, el nivel de asistencia recibido a través de los programas de préstamo ha marcado nuevos récords y ha desencadenado un debate sobre cuáles deben ser los niveles de apoyo adecuados.

A los efectos del presente artículo, las economías emergentes están representadas por un grupo de economías seleccionadas entre las regiones fronterizas con la UE, América Latina y Asia². Este grupo comprende la mayoría las principales economías emergentes que recurren a los mercados financieros internacionales y, como tal, permite captar los hechos más destacados que afectan a todas estas economías.

Las economías emergentes se han integrado rápidamente en la economía mundial. De hecho, podría argumentarse que la globalización refleja, sobre todo, la integración (principalmente a través del comercio, más que de los flujos financieros) de estas economías con las economías avanzadas. Se prevé que la proporción de las exportaciones mundiales que concentra este grupo de economías seleccionadas se elevará al 30% en 2004, es decir, más de un 60% más que la zona del euro, el triple de la de Estados Unidos y más del cuádruplo de la de Japón.

A nivel mundial, este grupo de economías contribuye significativamente a la población y la pro-

ducción mundiales. El grupo incluye los dos países más populosos y concentra más de la mitad de la población mundial. Su producto interior bruto (PIB) total asciende, aproximadamente, a un tercio del PIB mundial (en términos de la paridad del poder adquisitivo, PPA), muy por encima del 21% y el 16% que representan Estados Unidos y la zona del euro, respectivamente. Dentro del grupo, China es, con mucho, la economía más grande. Tomando como base el PIB nominal del año 2003, sus dimensiones eran el doble que las de la segunda economía más grande del grupo, México, y representaba más del 25% del total del grupo. Además, para el 2004, se estima que la contribución del grupo al crecimiento del PIB real mundial —utilizando las ponderaciones de la PPA—ascenderá a 1,1 puntos porcentuales y que sólo Asia representará 0,7 puntos porcentuales, es decir, más que la zona del euro o Japón (véase el cuadro 1).

La zona del euro es el socio comercial más importante y el principal proveedor de inversión directa extranjera (IDE) para varias de estas economías, sobre todo para sus vecinos europeos y América Latina. Al mismo tiempo, el grupo de economías emergentes seleccionado representa

2 El grupo lo forman las siguientes economías: Rusia y Turquía en la región de Europa; Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela en América Latina, y China, Corea del Sur, RAE de Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Taiwán y Tailandia en Asia.

Cuadro 1 Importancia de las economías emergentes en la economía mundial

(porcentajes; proyecciones 2004)

	% de la población mundial	% del PIB mundial (en términos de la PPA)	% de la exportación mundial de bienes	Contribución al crecimiento del PIB real mundial	% del EMBI Global ³
Zona del euro	4,8	15,5	18,4	0,5	-
Estados Unidos	4,7	21,0	11,2	1,3	-
Japón	2,0	6,8	7,0	0,5	-
Algunas economías emergentes (no UE)	54,0	34,9	30,1	1,1	-
<i>de las cuales:</i>					
Asia	44,2	25,0	23,0	0,7	6,3
América Latina	6,4	6,5	4,2	0,2	51,0
Países europeos	3,4	3,5	2,9	0,2	19,7
Total mundial	100,0	100,0	100,0	4,9	100,0

Fuentes: Direction of Trade Statistics (FMI), Eurostat, JPMorgan Chase, Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al año 2003 y no incluyen las exportaciones entre países de la zona del euro.

2) Promedio (en puntos porcentuales) de las tasas de crecimiento del PIB real ponderadas por el PIB nominal en dólares estadounidenses.

3) EMBI Global (JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global) corresponde al índice mundial de bonos de mercados emergentes de JPMorgan, que es un índice de referencia para la deuda de los mercados emergentes denominada en dólares estadounidenses. Los datos se refieren al mes de septiembre del 2004.

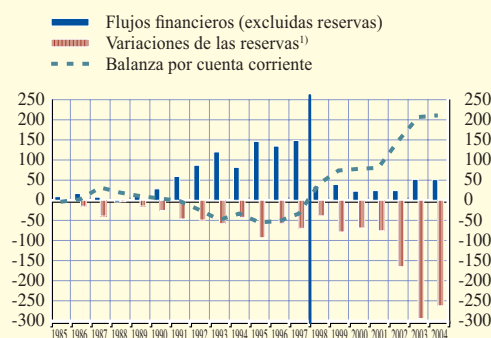
el 23% de las importaciones de la zona del euro, el 17% de sus exportaciones y algo menos del 15% de las salidas brutas de IDE del conjunto de la zona y de los activos exteriores consolidados de sus bancos. Además de los aspectos macroeconómicos y financieros de la relación entre la Unión Europea y estas economías, existe también una dimensión institucional, es decir, la perspectiva de ingreso de Turquía en la UE, el Acuerdo de Asociación y Cooperación con Rusia, el acuerdo marco interregional con los países del MERCOSUR (el «Mercado Común del Sur», de América Latina) y el Encuentro Asia-Europa (ASEM) con varios países asiáticos.

No sólo nos interesa el papel cada vez más destacado que las economías emergentes están desempeñando en los ámbitos económicos y financiero mundiales, sino también la naturaleza de su integración que pasa por un período inusual. La balanza por cuenta corriente de este grupo de economías registra superávit mucho después de su principal período de crisis. Tras las crisis financieras que sufrieron varias economías de Asia en 1997-1998, no es sorprendente que la balanza por cuenta corriente de estos países y, por agregación, la del grupo seleccionado en su conjunto, cambiara de signo y registrase superávit. Las entradas de capital se desplomaron cuando los inversionistas internacionales perdieron su confianza en estas economías y retiraron sus fondos. La mayoría de las monedas de la región se vieron obligadas a desvincularse del dólar estadounidense y cayeron en picado, dando lugar a un fuerte incremento de las exportaciones y a una caída de las importaciones. No obstante, a medida que se estabilizó la situación, era de esperar que se produjera un movimiento inverso que, sin embargo, no se produjo. El superávit por cuenta corriente no sólo se mantuvo durante la fase de recuperación, sino que incluso ha aumentado recientemente (véase el gráfico 1).

El superávit representa la financiación neta proporcionada al resto del mundo, que tiene su origen en un excedente del ahorro (alrededor del 28% del PIB del grupo) sobre la inversión (en torno al 22%). El superávit por cuenta corriente se acompaña de una creciente acumulación de reservas, que ha sido no menos espectacular. Las

Gráfico 1 Las economías emergentes como importadores/exportadores de capital del/al resto del mundo

(mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.

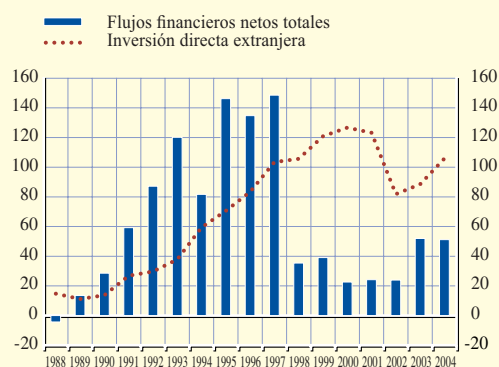
1) En el caso de las reservas, las variaciones negativas corresponden a un incremento en el nivel de reservas.

reservas han alcanzado niveles sin precedentes, sobre todo en Asia, impulsadas en parte por un deseo de estabilizar los tipos de cambio frente a las presiones a favor de una apreciación.

Además, los flujos financieros también han experimentado un cambio: no sólo se han incrementado recientemente, sino que se han modificado tanto su naturaleza como su distribución geográfica. Es significativo que China haya recibido una afluencia de capital cada vez mayor, hasta tal punto que, de no ser por China, el grupo de economías emergentes registraría flujos financieros netos negativos. Los cambios permiten observar la evolución de la actitud de prestatarios e inversores, de las estructuras financiera y económica de las economías emergentes y, esencialmente, de la naturaleza de su integración en los mercados financieros mundiales. En la sección 2 se examinan los factores que determinan los cambios recientes que han experimentado los flujos financieros. En la sección 3 se analiza con más detalle la naturaleza de los cambios que se están produciendo. El tema de las reservas se considera en la sección 4, mientras que, en la sección 5, se examinan las diferencias regionales en los flujos financieros, incluidas las reservas oficiales. En la sección 6, se presentan las conclusiones.

Gráfico 2 Flujos financieros netos totales¹⁾ y flujos de IDE a algunas economías emergentes

(mm de dólares estadounidenses)



Fuente: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI).

1) Excluidas las variaciones de las reservas.

2 FACTORES DETERMINANTES DE LOS FLUJOS FINANCIEROS A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

De forma sorprendente, la afluencia de capital a las economías emergentes registró un acusado incremento en el 2003, duplicándose con creces las entradas registradas el año anterior. Este cambio se produjo tras la contracción de los flujos financieros que, durante cinco años, registraron estas economías, y que dio lugar a especulaciones sobre una posible desaparición de la categoría activos. De hecho, hasta noviembre del 2002, los mercados primarios de bonos estuvieron cerrados, efectivamente, para los emisores de los mercados emergentes durante un período de «sequía» que duró seis meses³.

Los cinco años de contracción mencionados siguieron a una serie de crisis en los mercados emergentes, que se inició en Tailandia en 1997 y se propagó rápidamente a un gran número de economías emergentes de Asia y después, de forma sucesiva, a Rusia, Brasil, Turquía, Argentina y Uruguay. El desfavorable clima de inversión se perpetuó debido a las adversas condiciones macroeconómicas imperantes en las economías avanzadas en el año 2000. A finales de ese año, las entradas netas de capital en

las economías emergentes se habían reducido a su nivel más bajo en una década.

El largo período de contracción de los flujos financieros provenientes de las economías emergentes después de 1997 marcó el final de la expansión de una nueva y prometedora clase de activo. A finales de los años ochenta y principios de los noventa se habían abierto nuevas oportunidades de inversión a medida que la liberalización de la cuenta de capital, en una nueva oleada, se extendió por estas economías eliminando las restricciones a la movilidad del capital. Los inversores se habían aventurado cada vez más en los mercados emergentes y, con la excepción de los riesgos asumidos frente a México en 1994, con resultados relativamente favorables hasta que empezaron a observarse indicios de tensiones en dichos mercados. En el gráfico 2 se observa el auge, la caída y la parcial recuperación de las entradas netas de capital al grupo de economías emergentes seleccionadas desde finales de la década de los ochenta y, a efectos de comparación, de su principal componente, las entradas de IDE.

FACTORES DETERMINANTES EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La reactivación de las entradas de capital en las economías emergentes en los años 2003 y 2004 se debió a una combinación de factores, tanto en estas economías como en las economías avanzadas. En los mercados emergentes, los fundamentos económicos mejoraron durante este período, debido en gran medida a los procesos de reforma en vigor en economías afectadas desde antes. La ausencia de crisis y el entorno de estabilidad sentaron las bases para la reanudación de los flujos financieros.

Como no hay mal que bien no venga, las crisis obligaron a las economías emergentes a esforzarse por corregir algunas de sus vulnerabilidades y ya se han superado muchas de las dificultades del proceso de reforma. Éste ha sido un factor importante para el retorno de los flujos financieros.

3 Véase «Global Financial Stability Report», FMI, marzo del 2003.

Cuadro 2 Principales indicadores macroeconómicos de las economías emergentes¹⁾

	2001	2002	2003	2004 ²⁾
Crecimiento del PIB real (%)	3,7	4,9	6,0	6,7
Inflación IPC (%)	5,6	5,1	5,1	4,9
Saldo de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	-4,2	-4,5	-3,8	-3,3
Balanza por cuenta corriente (en % del PIB)	1,6	2,7	2,6	2,0

Fuentes: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.

1) Promedios ponderados (utilizando los porcentajes del producto mundial, en términos de la PPA) de las cifras correspondientes a las economías emergentes seleccionadas para este artículo.

2) Las cifras correspondientes al año 2004 son estimaciones.

Concretamente, la mayoría de las economías emergentes han alcanzado progresos notables en los siguientes frentes: i) dar más solidez a las políticas macroeconómicas internas y aumentar la transparencia y mejorar la comunicación de la política monetaria; ii) promover la liberalización, desregulación y privatización del sistema económico y mejoras en materia de supervisión bancaria, estabilidad del sector financiero y otros aspectos de infraestructura institucional y de mercados a escala nacional, y iii) mejorar la disponibilidad y la calidad de la información sobre las economías locales y los mercados financieros.

Estas mejoras han contribuido a reforzar los fundamentos económicos, lo que ha coadyuvado también a atraer entradas netas de capital. De hecho, las condiciones macroeconómicas imperantes en las economías emergentes, incluidos grandes prestatarios como Brasil y Turquía, son actualmente más sólidas de lo que han sido desde hace mucho tiempo (véase el cuadro 2).

En conjunto, el crecimiento del PIB real en el grupo de economías emergentes registró una aceleración hasta situarse en torno a un promedio (sin ponderar) del 6% en el año 2003 y se prevé que aumente hasta cerca del 7% en el 2004, el ritmo de crecimiento más rápido observado en los últimos 20 años. Algunos países como China y Rusia —así como Argentina y Turquía, que se están recuperando de las crisis de los años 2001-2002— están creciendo a tasas incluso más altas. Estas tasas de crecimiento son superiores a las que registran las economías avanzadas y resultan inusuales en la medida en que reflejan un crecimiento sólido y simultáneo en las tres regiones con mercados

emergentes. Hasta cierto punto, las altas tasas de crecimiento de estas economías se refuerzan mutuamente. Las economías exportadoras de recursos se han beneficiado del sólido crecimiento registrado en las economías importadoras como China y, en menor medida, India.

También han mejorado otros indicadores macroeconómicos. La inflación, en torno al 5%, sigue una tendencia decreciente, aunque se prevé que algunos países (incluidos Rusia, Turquía y Venezuela) registrarán todavía tasas de inflación de dos dígitos en el 2004. La solidez de las finanzas públicas ha mejorado en general, con un descenso de los déficit de las Administraciones Públicas hasta cerca del 3% del PIB en promedio. No obstante, algunos países siguen registrando abultados déficit públicos como India (casi un 10%) y Turquía (6%) debido, en parte, a los altos niveles de deuda soberana pendiente de amortización.

La acumulación de reservas (sobre todo en Asia) debería proporcionar cierta seguridad a los inversores. Éstas representan un importante «amortiguador» frente a la posibilidad de que en un futuro pudieran producirse dificultades de acceso a los mercados financieros mundiales y, al mismo tiempo, brindan un margen de maniobra para estabilizar el tipo de cambio de la moneda nacional. Esa acumulación de reservas ha sido posible gracias a los superávits por cuenta corriente que, como grupo, han registrado las economías emergentes desde 1988. El saldo medio de su cuenta corriente se elevó de forma acusada en 2002-2003 hasta niveles sin precedentes y se prevé que se situará en torno al 2% del PIB en el 2004.

De hecho, la mejora de la situación económica y financiera ha estimulado un círculo virtuoso que ha favorecido las entradas de capital. La determinación de llevar adelante un programa de reformas y la mejora sostenida de los fundamentos económicos han contribuido a estabilizar los tipos de cambio frente a las principales monedas, sobre todo en Asia. Las medidas de reforma y sus resultados han hecho que, en los dos últimos años, la deuda a largo plazo en moneda extranjera de varias economías emergentes, incluidas las más importantes desde el punto de vista sistémico, reciba calificaciones crediticias más altas. Hasta cierto punto, como consecuencia de lo anterior, sus mercados de bonos y renta variable han obtenido mejores resultados que los de las economías avanzadas.

Como hecho positivo, cabe destacar el efecto limitado de algunos acontecimientos que podrían haber atenuado en otras circunstancias la afluencia de capital. Aunque es necesaria una verificación más rigurosa, cabe pensar que las mejoras observadas en las economías emergentes —por ejemplo, la mayor transparencia, así como la mayor disponibilidad, puntualidad y calidad de la información— hayan podido ayudar a los inversores a evaluar el riesgo y actuar en consecuencia. Ello explicaría el que no se hayan producido efectos de contagio de factores negativos como la epidemia de SARS en Asia oriental a principios del 2003, cuyo impacto ha sido limitado.

FACTORES DETERMINANTES DE CARÁCTER EXTERNO

Debido a la creciente integración de las economías emergentes en los mercados financieros mundiales, las economías avanzadas y las emergentes han estrechado cada vez más los lazos durante la década de los años noventa a través de una serie de canales, como el comercio exterior, los diferenciales de tipos de interés y las tendencias de los precios de los activos. A este respecto, el repunte de los flujos financieros en el año 2003 podría ser atribuible, en parte, a acontecimientos, en cierta medida interrelacionados, en las economías avanzadas.

Sin duda alguna, un factor externo clave que ha contribuido al aumento de las entradas de capital

en las economías emergentes ha sido la mejora del crecimiento y de las perspectivas de crecimiento en las tres grandes economías avanzadas, como grupo y a escala individual. Un canal de transmisión han sido las exportaciones. La recuperación económica de las economías avanzadas en el año 2003 hizo que mejorasen las perspectivas de exportación de las economías emergentes y, por consiguiente, sus expectativas respecto a los resultados macroeconómicos y los beneficios empresariales en el futuro, incrementándose así la afluencia de capital (por ejemplo, a Asia). Otro factor ha sido la reducción de la aversión al riesgo. La confianza inspirada por la aceleración del crecimiento en las economías avanzadas ha revitalizado la actitud de los inversores y ha contribuido a una diversificación de las carteras desde los activos seguros como los bonos del Estado de las economías avanzadas con calificación AAA hacia títulos de renta fija con calificaciones más bajas, como la mayoría de las emisiones soberanas de los mercados emergentes.

Además, la abundancia de liquidez, unida a la persistencia de rendimientos históricamente bajos en las economías avanzadas, ha desencadenado una «búsqueda de rentabilidad» que, de nuevo, ha empujado a los inversores hacia los mercados emergentes. A medida que, hacia comienzos del milenio, aumentó la aversión de los inversores por los activos financieros de las economías avanzadas —en parte, como consecuencia del estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles hacia finales del año 2000— se acumularon posiciones de caja. Asimismo, los tipos de interés nominales y reales —y por consiguiente, el coste de oportunidad de mantener efectivo— cayeron hasta mínimos históricos en muchas economías avanzadas.

Como consecuencia del aumento de los diferenciales de interés con respecto a las economías avanzadas, resultaba cada vez más atractivo invertir en los mercados emergentes, situación congruente con la llamada «visión clásica» de los factores determinantes de la afluencia de capital a las economías emergentes, que se basa en la divergencia de las condiciones monetarias. No obstante, hay que tener en cuenta algunos cambios a este respecto. Uno de ellos es el mayor interés que han

mostrado las instituciones financieras cuyos pasivos tienen una rentabilidad nominal garantizada (como las compañías de seguros de vida). La necesidad de generar la rentabilidad prometida, unida a la revisión al alza de las calificaciones crediticias de los valores de renta fija de algunas economías emergentes hasta el nivel de «alta calidad», han llevado a dichas instituciones a interesarse por esa categoría de activos. Otra situación nueva es el fuerte aumento del «carry», es decir, la inversión en instrumentos de las economías emergentes, de alta remuneración, por medio de deuda adquirida a menor coste en los mercados maduros. Si bien el primero de estos cambios puede dar estabilidad a la categoría de activos, es más probable que, con el segundo, aumente su vulnerabilidad, dado que el procedimiento descrito es muy sensible a cualquier reducción del diferencial de tipos de interés.

Se estima que el repunte inicial de la afluencia de capital a las economías emergentes a principios del año 2003 podría haber sido estimulado por la subida de los precios de los activos financieros en las economías avanzadas en esas fechas. Como consecuencia de esta subida, aumentó la tolerancia al riesgo y se redujo la necesidad de cerrar posiciones en las economías emergentes para cubrir pérdidas en otros mercados. Esto refleja una «nueva visión» de la relación entre las economías avanzadas y los flujos financieros a las economías emergentes, basada en la evolución de los precios de los activos en las economías avanzadas y no en las condiciones monetarias, como en la «visión clásica». La nueva visión surgió a medida que los mercados de bonos y de renta variable de las economías avanzadas se tornaron vacilantes y se redujo la afluencia de capital a las economías emergentes, y parece que sigue siendo válida ahora que estos mercados se están recuperando. Desde marzo del 2003, el fortalecimiento de los mercados de renta variable de las economías avanzadas y la reducción de las primas de riesgo sobre el rendimiento de los bonos de empresa de estas economías han contribuido a atenuar la aversión de los inversores por los activos de las economías emergentes y a estimular las entradas netas de capital en estas últimas.

Un indicador de la aversión de los inversores al riesgo es el índice de volatilidad SPX de *Chicago Board Options Exchange*, una estimación de la volatilidad futura, basada en la media ponderada de las volatilidades implícitas de una amplia gama de precios de ejercicio. Aunque este índice no es más que una variable sustitutiva para aproximar la aversión al riesgo en relación con el mercado de renta variable de Estados Unidos (calculando la incertidumbre que rodea a la rentabilidad futura de este tipo de valores) resulta, no obstante, revelador en tanto en que se ha producido un descenso sostenido desde el máximo de alrededor del 40% que registró en septiembre del 2002 (cuando se celebraron las elecciones presidenciales en Brasil) hasta un 13%, aproximadamente, al final del primer trimestre del 2004, un nivel que se sitúa muy por debajo del promedio de los diez últimos años⁴.

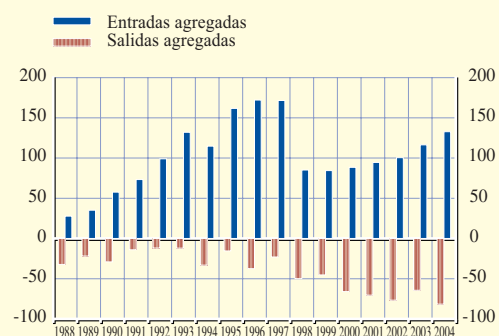
¿UNA RECUPERACIÓN DÉBIL O FUERTE?

Pese a la importancia que se está dando al reciente repunte de los flujos financieros, si se juzga por los niveles históricos la recuperación parece, hasta ahora, más bien moderada, especialmente si se excluyen las entradas de capital en China (con lo que la afluencia neta de recursos al grupo de economías emergentes se convierte de una entrada de 51 mm de dólares en una salida de unos 43 mm). Como ya se analizó anteriormente, los fundamentos económicos han mejorado en estas economías y son razonablemente sólidos, aunque menos estables que en las economías avanzadas. El crecimiento económico es vigoroso, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y el diferencial favorece a estas últimas. A juzgar por las circunstancias, es de prever que se mantengan las fuertes entradas netas de capital, en consonancia con las visiones «clásica» y «nueva» de su relación con las economías avanzadas, es decir, que los diferenciales de los tipos de interés favorezcan a las economías emergentes y que, en las avanzadas, suban los precios de los activos, respectivamente. Con todo, aunque las entradas netas en los años 2003 y 2004 duplicaron el prome-

4 Véase «Determinants of the rally in emerging market debt — Liquidity and fundamentals» en *Global Financial Stability Report*, FMI, abril del 2004.

Gráfico 3 Flujos financieros netos agregados¹⁾ de algunas economías emergentes

(mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.
1) Excluidas las variaciones de las reservas.

dio de los tres años anteriores, son muy inferiores comparadas con la magnitud del superávit por cuenta corriente y la variación de las reservas oficiales. Es notable que sólo equivalgan a un tercio de las entradas de capital registradas en el último máximo del período 1995-1997.

Así pues, se plantea la cuestión de si ese máximo de 1995-1997 constituye una referencia apropiada, o si —como se ha argumentado en alguna ocasión— las entradas netas de mediados de la década de los noventa eran sintomáticas de la presencia de una burbuja hinchada por una serie de factores que afectaron a las economías avanzadas y los mercados emergentes. De acuerdo con esta interpretación, con la apertura de la cuenta de capital en las economías emergentes, los inversores de las economías avanzadas rápidamente dieron cabida a la fuerte demanda de financiación de las economías emergentes en un contexto de favorables perspectivas de crecimiento en relación con las economías avanzadas y de tipos de cambio fijo que, en la práctica, eliminaban el riesgo cambiario. La novedad de la categoría activos puede haber sido también otro factor a tener en cuenta en la medida en que las decisiones de crédito e inversión pueden haberse tomado basándose en instrumentos analíticos más apropiados para las economías avanzadas y en una

información más deficiente (en lo que respecta a la disponibilidad, la puntualidad y la calidad de los datos) que en estas economías.

En la medida en que estos factores hayan influido en el proceso, la magnitud de las entradas netas de mediados de la década de los noventa podría considerarse excesiva. De ser así, los niveles más bajos observados actualmente podrían reflejar mejor las condiciones económicas y financieras y constituir la base de un indicador de referencia más apropiado. A diferencia de aquellos años, ahora hay menos margen para que se produzca una afluencia de capital inducida por el riesgo moral. No sólo porque muchas economías emergentes (aunque muy pocas de Asia) han adoptado regímenes cambiarios de flotación, con lo que se eliminan las posibilidades de un ataque especulativo contra un régimen de paridad fija, sino también porque la IDE ha reemplazado a otros tipos de financiación más laxos, como los préstamos bancarios y los flujos de cartera. Además, ahora los inversores pueden diferenciar mejor entre las distintas economías emergentes y, por consiguiente, conocer mejor el riesgo de sus inversiones. Todo ello se confirma con la disminución de los efectos de contagio, que puede deberse, en parte, a los esfuerzos desplegados por las propias economías emergentes para fomentar la disponibilidad y la calidad de la información y, en parte, a la mejora de las evaluaciones del crédito. Es importante señalar que la transformación de los déficit por cuenta corriente en superávit conlleva también una menor necesidad de financiación externa.

El hecho más destacado de los últimos años, que matiza las cifras correspondientes a las entradas netas del grupo de economías emergentes, es la fuerza de las salidas de capital, que puede medirse comparando las entradas netas agregadas con las salidas netas de cada año en cada una de las economías que integran el grupo. Las entradas (salidas) netas agregadas representan la suma de las entradas (salidas) netas de todas las economías del grupo que registraron una entrada (salida) neta. En el gráfico 3 se indica que las entradas netas agregadas han seguido una tendencia sostenida al alza desde 1999, pero que las salidas netas agregadas son, en promedio, conside-

rablemente mayores ahora que en los años de auge de mitad de la década de los noventa, lo que arrastra a la baja las cifras correspondientes a los flujos netos del grupo en su conjunto. De estas salidas netas, si bien algunas pueden interpretarse como señales de debilitamiento (por ejemplo, la fuga de capitales en Rusia como consecuencia de la inestabilidad del sector bancario en el 2004), otras indican precisamente lo contrario (por ejemplo, las inversiones extranjeras de los grandes centros financieros de Singapur y la RAE de Hong Kong).

También se ha producido una concentración cada vez mayor de las entradas netas y una creciente dispersión de las salidas netas. A modo de ejemplo, se preveía que, en el año 2004, siete economías atraerían más entradas netas que las recibidas por 13 economías en 1993 (año en que las entradas netas del grupo alcanzaron cifras comparables). Esto puede reflejar, en cierta medida, un mayor grado de discriminación por parte de los inversores, pero también es muy significativa la aparición en escena de una economía relativamente grande: China. Desde el año 2002, las entradas netas de capital en China han aumentado en un equivalente al doble del total de entradas agregadas, y en el 2004, se prevé que este país concentrará hasta el 70% del total.

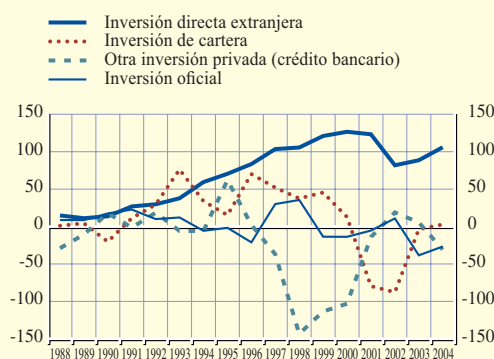
Teniendo en cuenta lo anterior, hay motivos suficientes para concluir que la reciente afluencia de entradas netas de capital a las economías emergentes no es particularmente escasa si se enmarca en un contexto histórico. Sin embargo, está por determinar si las entradas netas del período 2003-2004 constituyen o no una referencia más apropiada, en vista de los abultados superávits por cuenta corriente y de la acumulación de reservas, aún mayor, que registra el grupo. La cuestión abre, asimismo, un camino importante para la investigación. A este respecto, resulta pertinente considerar hasta qué punto la enorme magnitud de las reservas de divisas en relación con otros flujos financieros representa una forma de «seguro», susceptible de reemplazar el papel del FMI en una situación de crisis.

3 CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

El hecho de que las entradas netas de flujos financieros se hayan duplicado en el 2003 hasta alcan-

Gráfico 4 Salidas netas al grupo de economías emergentes por tipo de flujo

(mm de dólares estadounidenses)



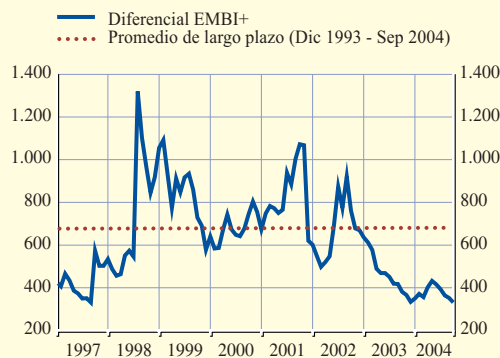
Fuentes: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.

zar prácticamente los 50 mm de dólares estadounidenses —nivel que se espera se mantenga en el 2004—no sólo representa la cifra más alta desde el inicio de la crisis asiática en 1997, sino que refleja, además, un cambio en la composición de los flujos en comparación tanto con el período de contracción como con el período de aumento anterior a 1997. En general, la recuperación de los flujos financieros netos refleja una reanudación del crecimiento de las entradas netas de IDE que, con aproximadamente un 170% del total, constituyen el componente más importante de las entradas netas de flujos financieros, circunstancia que se ha mantenido a lo largo de la última década. Estas entradas de IDE (que, en el 2004, se estiman en más de 100 mm de dólares), fueron contrarrestadas en parte por las salidas netas de préstamos bancarios y otros flujos relacionados⁵ (alrededor de 30 mm de dólares), así como de flujos oficiales (15 mm de dólares). Las entradas y las salidas de flujos de cartera prácticamente se compensaron después de recuperarse de las fuertes salidas netas de los años 2001-2002. Esta evolución, como puede observarse en el gráfico 4, pone de manifiesto los cambios de actitud de los inversores respecto a los diferentes tipos de inversión.

5 «Préstamos bancarios y flujos relacionados» se refiere a la categoría «otra inversión privada» de la base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (PEM) del FMI, de la que proviene la información utilizada en este artículo. Cabe señalar que, si bien el componente principal de esta categoría son los flujos similares a los bancarios, incluye también otras partidas como el crédito a la exportación.

Gráfico 5 Diferencial EMBI+ desde 1997 y promedio de largo plazo¹⁾

(puntos básicos)



Fuentes: JPMorgan Chase y cálculos del BCE.
1) Índice de comportamiento EMBI+ (excluye los bonos en situación de incumplimiento).

INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA

La inversión extranjera directa sigue siendo, con mucho, el componente más importante, menos volátil y siempre positivo de las entradas netas de capital en el grupo seleccionado de economías emergentes. Ello se debe, en parte, al hecho de que, en el contexto de los flujos entre las economías avanzadas y las emergentes, la IDE, a diferencia de otros tipos de inversión, favorece marcadamente a las segundas, entre otras razones por sus bajos costes de producción. Por este motivo, las entradas de IDE en las economías emergentes siguen sobrepasando con creces a las salidas.

La recuperación del crecimiento en las economías avanzadas después del año 2001 contribuyó al repunte de las entradas de IDE. Estudios empíricos confirman la relación entre el crecimiento de las economías avanzadas y las entradas de IDE, así como los flujos de inversión de cartera, que también se observa. Con todo, las recientes entradas (de unos 100 mm de dólares con tendencia al alza) siguen situándose muy por debajo del máximo alcanzado en el 2000 (alrededor de 130 mm de dólares), aunque las tasas de crecimiento en las economías avanzadas no sean ahora más bajas que entonces. El máximo del 2000 se alcanzó tras una década de

creciente afluencia de IDE (sobre todo hacia Asia y América Latina, prácticamente a partes iguales) que fue interrumpida no sólo por la caída del crecimiento en las economías avanzadas, sino más concretamente por el aumento de la inestabilidad política y económica en algunos países de América Latina. Como resultado, las entradas de IED en esta región no alcanzan hoy ni la mitad de los niveles registrados en el año 2001, antes de la crisis de Argentina.

Más que cualquier otro tipo de flujo financiero, la IDE se concentra principalmente en un número limitado de países. Desde que se produjo la dramática caída de IDE en América Latina, Asia ha consolidado su posición como principal región receptora de IDE, siendo China la economía que más flujos absorbe. En los dos últimos años China ha recibido prácticamente la mitad de las entradas netas de IDE recibidas por el grupo seleccionado de economías emergentes, mientras que los cuatro máximos receptores de IDE (grupo que, invariablemente, incluye también a México y Brasil) reciben más del 80% de los flujos totales. En el caso de China, tal circunstancia plantea alguna inquietud respecto al grado en que éste país pudiese estar desviando IDE respecto a otras economías emergentes.

FLUJOS DE CARTERA

Los flujos de cartera son menos estables que los de IDE y están más sujetos a la influencia de los factores de corto plazo, de lo que se deduce que, en base a las tendencias actuales, las perspectivas para las economías emergentes están equilibradas. Así, el cambio de signo de los flujos de cartera, que, tras las fuertes salidas netas observadas en los dos años que precedieron al final del 2000 (cuando los mercados de bonos estuvieron cerrados durante seis meses a los nuevos emisores de las economías emergentes), registraron pequeñas entradas netas en los años 2003-2004, indica una recuperación en los mercados emergentes, tanto de bonos como de renta variable, evidente por el descenso de los diferenciales de los bonos y el aumento de las entradas de capital agregadas de las distintas economías. Estas entradas de flujos de cartera, que se dirigieron

hacia prácticamente la mitad de las principales economías emergentes (aunque se concentraron especialmente en China y Corea del Sur) se vieron contrarrestadas por las salidas netas de los centros financieros de Asia (RAE de Hong Kong y Singapur) y de Rusia.

El repunte de las entradas es reflejo del aumento de las tasas de crecimiento económico y del bajo nivel de los tipos de interés en las economías avanzadas, así como de la solidez de los fundamentos económicos en las economías emergentes, como se analiza en la sección 2. La mejora de los fundamentos económicos se ha visto sostenida por un período de dos años de duración de revisiones al alza de las calificaciones crediticias, que ha afectado a dos terceras partes de las economías del grupo, incluidos países como Argentina, Turquía, Rusia y Brasil. En general, la calificación de «alta calidad» abarca ahora a unos dos tercios de los emisores y a más de la mitad del saldo vivo de la deuda externa soberana de este grupo. Impulsada por ese alza, en los últimos dos años, la rentabilidad de las inversiones en bonos y valores de renta variable en mercados emergentes aumentó significativamente en comparación con la de las economías avanzadas.

En el proceso de búsqueda de rentabilidad, surgió un renovado interés por los bonos de las economías emergentes que ha dado lugar a una fuerte caída de los diferenciales de los bonos y a un acusado descenso de la dispersión de los diferenciales a lo largo del espectro crediticio. Los diferenciales de los bonos experimentaron una caída desde el reciente máximo de septiembre de 2002 hasta más de 300 puntos básicos por debajo del promedio registrado en diez años, es decir, un nivel similar al observado antes de que se intensificaran las tensiones en las economías asiáticas a finales de 1997, como se puede apreciar en el diferencial del índice *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)* con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos en el gráfico 5. La reducción de los diferenciales se ha visto favorecida últimamente por el impacto positivo (a corto plazo) del alza de los precios del petróleo en los mercados internacionales sobre países prestata-

rios exportadores netos de petróleo más debiles (como Venezuela y Ecuador).

Varios prestatarios soberanos han aprovechado las favorables condiciones para estructurar mejor sus pasivos y financiar por adelantado futuras necesidades de endeudamiento, lo que les ha ayudado a mejorar el saldo fiscal. Entre las medidas adoptadas, cabe señalar, por ejemplo, la reducción del porcentaje de deuda interna vinculada al tipo de cambio y de deuda a tipo de interés variable, y la emisión de Eurobonos más baratos a cambio de deuda en bonos Brady, que se convirtió en una modalidad de financiación costosa e ilíquida a finales de los años noventa. Es cada vez más frecuente, y al mismo tiempo una señal de la disposición cada vez mayor de las economías emergentes a aceptar una solución contractual en caso de una reestructuración de la deuda, la inclusión, en las nuevas emisiones, de cláusulas de acción colectiva conforme a la legislación de Nueva York.

Si bien la caída del diferencial EMBI+ (véase gráfico 5) ha favorecido una sólida emisión neta, al mismo tiempo ha suscitado cierta inquietud respecto a la posibilidad de una menor discriminación por parte de los inversores a la hora de invertir en los mercados de bonos y de que se produzca una incorrecta valoración de los riesgos. Esta actitud menos selectiva de los inversores, evidente también en la compresión de los diferenciales de bonos entre las economías emergentes, podría reflejar asimismo un cambio en la base de los inversores. Los inversores «*cross-over*» (que invierten en distintas clases de activos en función de las oportunidades de beneficio) han mostrado un interés cada vez mayor en las economías emergentes y se estima que actualmente representan alrededor de la mitad de la cuota de mercado. Es probable que la creciente importancia de este grupo de inversores haya hecho que los mercados emergentes sean más vulnerables a las variaciones de los tipos de interés en Estados Unidos. Esto significa que los mercados de bonos de las economías emergentes podrían estar ahora más expuestos a desviaciones imprevistas de la trayectoria esperada de subida de los tipos de interés en Estados Unidos, lo que coloca en una situación de mayor riesgo a las economías muy dependientes de la financiación externa, a los pres-

tatarios con baja calificación crediticia, o a los que tienen una estructura de deuda vulnerable.

FLUJOS DE CARACTER BANCARIO Y OTROS⁶

Tras sólo dos años de entradas netas de capital en las economías emergentes, se prevé que los préstamos transfronterizos experimenten una nueva contracción en el año 2004. A diferencia de todos los demás componentes, los flujos bancarios parecen guardar una relación negativa con el crecimiento en las economías avanzadas y el diferencial de crecimiento entre éstas y las economías emergentes⁷. Además, los préstamos bancarios a las economías emergentes son, junto con los flujos de cartera privados, el componente más volátil de los flujos financieros (estos préstamos fueron los principales responsables del desplome de las entradas de capital registrado tras la crisis asiática, cuando los flujos de origen bancario cayeron desde un máximo de más de 50 mm de dólares en 1995 a una cifra negativa de menos 140 mm de dólares en 1998, para recuperarse en el 2002 hasta los 20 mm de dólares, aproximadamente). No es sorprendente, por lo tanto, la previsión de que, en el 2004, los préstamos transfronterizos habrían de cambiar abruptamente de signo para convertirse en salidas netas.

Si bien los flujos bancarios y los flujos de cartera comparten un alto grado de volatilidad, los primeros se distinguen por su diferenciación en función de la calidad crediticia, como se demuestra en el cambio de preferencia a favor de los créditos de calidad y soberanos entre las distintas regiones emergentes y dentro de cada una de ellas, así como en el aumento del porcentaje de activos respaldados por garantías de terceros.

Asia es, con mucho, la región que más financiación bancaria recibe, lo que refleja, en parte, el hecho de que los bancos son predominantes en sus respectivos sistemas financieros nacionales. De hecho, los cambios en los flujos de origen bancario hacia Asia precipitaron el auge y la caída de este tipo de flujos en el grupo de economías emergentes seleccionadas entre 1995 y 1999, y su posterior repunte. El incremento de los préstamos netos a Asia (principalmente China, Taiwán y Corea del Sur) parece estar motivado por los diferenciales entre sus tipos de interés y los de Estados

Unidos y por las posiciones especulativas respecto a la evolución esperada de los tipos de cambio. Las entradas y las salidas de flujos bancarios en los países vecinos de la Unión Europea se han mantenido prácticamente en equilibrio desde finales de los años noventa, salvo en el 2003, año en que volvieron a ser positivos como consecuencia de los préstamos otorgados por la práctica totalidad de los grandes sistemas bancarios a todos los sectores. Por el contrario, América Latina ha registrado salidas netas de flujos bancarios desde mediados de los años noventa, lo que refleja, sobre todo, la apertura de depósitos en sistemas bancarios extranjeros por parte de los bancos latinoamericanos para mitigar el riesgo cambiario.

FLUJOS OFICIALES

La demanda de flujos oficiales ha experimentado últimamente un retroceso, una vez superadas las crisis. Tras registrar, entre 1999 y 2002, moderadas salidas netas de 5 mm de dólares en promedio, estos flujos registraron un abrupto descenso en el período 2003-2004, al disminuir las necesidades de recursos oficiales del conjunto de las economías emergentes. Asia registró por sexto año consecutivo salidas netas de flujos oficiales tras los desembolsos netos que recibió la región en 1997-1998 y el incremento de la asistencia externa de Singapur. Indonesia es el único país que tiene obligaciones financieras pendientes de liquidar con el FMI (unos 10 mm de dólares) después de la crisis de Asia. Los países vecinos de la Unión Europea también registraron fuertes salidas de capital sobre todo porque Rusia siguió amortizando los préstamos recibidos del FMI. En lo que se refiere a América Latina, los flujos oficiales han sufrido una contracción en los dos últimos años, dado que no se han producido grandes aportaciones de ayuda oficial, a diferencia de lo ocurrido en Brasil

6 El análisis se basa en las cifras de «otros flujos de capital privados», de la base de datos de PEM del FMI, que son los principales componentes de los préstamos bancarios. Para determinar con mayor exactitud la cifra real de estos préstamos habría que recurrir a otras fuentes, con los consiguientes problemas de incongruencia de los datos. No obstante, las tendencias parecen similares, cualquiera que sean las fuentes que se utilicen.

7 Hay datos empíricos que corroboran estas relaciones: véanse, por ejemplo, C. M. Reinhart y V. R. Reinhart (2001), «What Hurts Most: G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility?» en S. Edwards y J. Frankel (2001), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, University of Chicago Press, págs. 73-99.

en los años 2001 y 2002, y que todavía no han comenzado a efectuarse reembolsos significativos (por ejemplo, por parte de Brasil y Argentina).

4 DE ENTRADAS NETAS A SALIDAS NETAS: ACUMULACIÓN DE RESERVAS

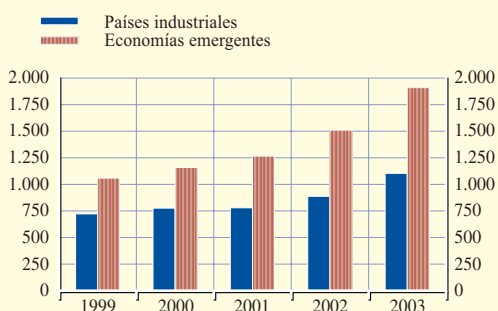
A pesar del reciente repunte de las entradas netas de flujos financieros, en el 2004 las principales economías emergentes fueron exportadores netos de capital por séptimo año consecutivo, lo que refleja el cambio de signo de su balanza por cuenta corriente, que pasó de déficit a superávit después de las crisis de Asia y Rusia, como puede observarse en el gráfico 1. Esta tendencia es contraria a la teoría económica clásica, según la cual, lo normal es que el capital fluya de los mercados maduros, en los que el capital es abundante, a los mercados emergentes, con escasez de capital, pero en los que la productividad marginal debe ser mayor. En el grupo seleccionado, se produjeron por primera vez salidas netas de capital, incluidas las reservas oficiales, en 1998. Estas salidas registraron el aumento más significativo entre los años 2001 y 2003 hasta situarse en más de 200 mm de dólares, en comparación con unas entradas medias de 30 mm de dólares en 1990-1997 y de 3 mm de dólares en 1980-1989.

El aspecto más destacado de las salidas netas ha sido el aumento de las reservas oficiales, que ha sido impulsado por Asia y, especialmente, por China. La acumulación de reservas obedece, en parte, al deseo de algunas economías de reconstituir sus reservas tras su agotamiento durante las crisis cambiarias de finales de los años noventa, con el fin de asegurarse un elemento de protección frente a futuras crisis. No obstante, para determinadas economías, la acumulación refleja también el deseo de mantener un superávit por cuenta corriente frente a Estados Unidos y evitar que la moneda nacional se aprecie frente a un dólar estadounidense más depreciado. Mantener un tipo de cambio estable frente al dólar es una de las bases del modelo de desarrollo de esas economías.

El crecimiento de las reservas ha superado el aumento sin precedentes del superávit por cuenta corriente,

Gráfico 6 Saldos de reservas

(mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: FMI (2004) y cálculos del BCE.

que se incrementó una vez y media como consecuencia de la expansión de los superávits comerciales en Asia (especialmente en China, Singapur y Taiwán) y de la transformación de los déficits comerciales en superávits en América Latina (sobre todo, en Brasil y Argentina). Así, la acumulación de reservas se cuadruplicó en el trienio 2001-2003. Se prevé que el aumento de las reservas alcance los 260 mm de dólares en el 2004, tras un incremento de 290 mm de dólares en el 2003 y de 165 mm de dólares en el 2002, en comparación con un promedio de 75 mm de dólares en los tres años anteriores. De estas cifras, Asia representa en torno al 85% y China alrededor de la mitad.

Así pues, se plantea la cuestión de cuál es el nivel suficiente de acumulación, a partir del cual no se justifica que las reservas sigan creciendo. La rápida acumulación de reservas no está exenta de riesgos y costes. En particular, puede elevar el coste de oportunidad, plantear riesgos para los balances de los bancos (incrementando la exposición a los movimientos de los precios de los bonos en EEUU y de los tipos de cambio), presionar al alza sobre los precios de los bienes, servicios y activos (si la esterilización es incompleta) y, hasta cierto punto, ser un obstáculo para el necesario ajuste de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales.

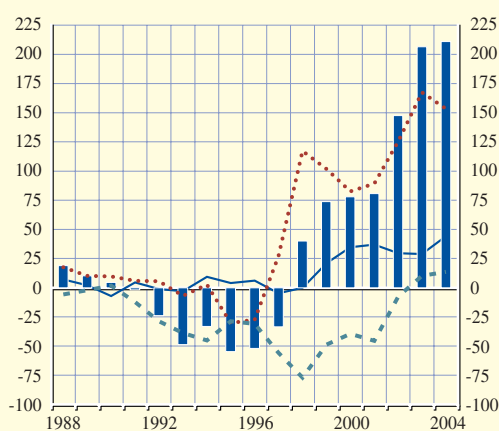
El saldo de las reservas en poder de las economías emergentes sobrepasaba ya el de las economías avanzadas en prácticamente 2 billones de dólares en el año 2003 (véase el gráfico 6). Las reservas de

Gráfico 7 Diferencias regionales en los movimientos de capital

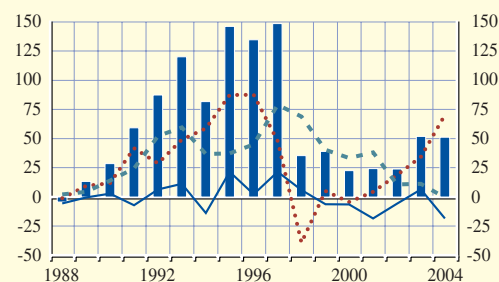
(mm de dólares estadounidenses)

■ Total
● Asia
■ América Latina
— Países vecinos de la UE

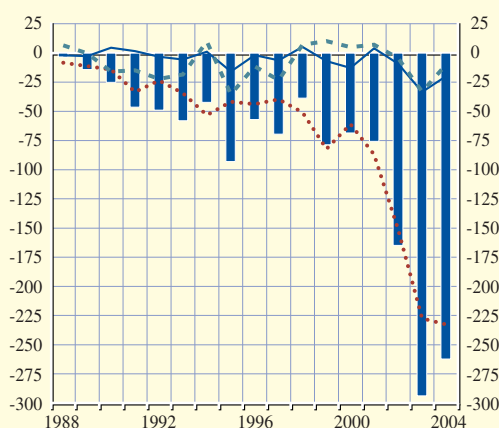
Balanza por cuenta corriente



Flujos financieros (excluidas reservas)



Reservas



Fuentes: Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial (FMI) y cálculos del BCE.

Asia superan con creces las de América Latina y los países vecinos de la UE, que ascendían en cada una de estas regiones a 160 mm de dólares en el 2003 (siendo Brasil y Rusia los países que registraban las cifras más altas). Los datos recientes sobre los bancos centrales de Asia confirman la tendencia alcista: el saldo de reservas de esta región ascendía a casi 1,4 billones de dólares en septiembre del 2004. De las reservas de Asia, China mantiene más de 500 mm de dólares, mientras que la RAE de Hong Kong, Taiwán y Corea del Sur concentran en total otros 500 mm de dólares. Se estima que, actualmente, las reservas de divisas en poder de siete países asiáticos sobrepasan el 30% del PIB (en comparación con una media mundial del 10%)⁸. A este respecto, las economías de Asia son las más expuestas a los riesgos y los costes. De hecho, como se puede ver en el caso de Corea del Sur, ya se han contabilizado pérdidas por esterilización, debido a la presencia de diferenciales positivos entre los rendimientos de los bonos emitidos en el país y los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

5 DIFERENCIAS REGIONALES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS

No sólo se han producido cambios acusados en la composición de la financiación, sino también en su distribución regional. Las tres regiones en que hemos agrupado las economías emergentes en nuestro estudio han experimentado una evolución totalmente distinta en cuanto a los flujos financieros, tanto si se excluyen como si se incluyen la acumulación de reservas y los saldos por cuenta corriente, como se observa en el gráfico 7.

Asia se perfila como la región que lidera las tendencias de todo el grupo. Desde finales de los años noventa, su superávit por cuenta corriente, sus reservas oficiales y otros flujos financieros han registrado un incremento espectacular que ha sobrepasado con creces a los de América Latina y los países europeos vecinos de la UE y ha dictado los

8 R. Subbaraman, J. Russel y H. Shiraishi (2003), «Damocles: low risks, but for how long?» en *Global Economics*, Lehman Brothers, 3 de diciembre. Las siete economías son China, Corea del Sur, RAE de Hong Kong, Malasia, Singapur, Taiwán y Tailandia.

movimientos agregados. Podría decirse que el hecho más sorprendente es el rápido aumento de las reservas hasta niveles sin precedentes, como se mencionó antes. Habida cuenta de todo ello, Asia es también el mayor exportador de capital.

Dentro de Asia, China domina el panorama. En el 2004, se espera que este país, por sí solo, concentre casi el 20% del superávit por cuenta corriente del grupo, casi el 60% de la acumulación de reservas y más del 180% de las otras entradas netas de capital. Mientras que Asia recibe casi las tres cuartas partes del total de entradas de IDE, China concentra casi la mitad. Una proporción creciente de estas entradas proceden de otras economías de Asia, como Corea del Sur y Taiwán. Al mismo tiempo, las entradas netas de IDE que reciben otras economías asiáticas están sufriendo presiones. Como elemento positivo, cabe destacar que el sólido crecimiento económico de China ha hecho aumentar la demanda de materias primas y bienes de inversión, lo que ha beneficiado, en particular, a los países vecinos de la región y ha contrarrestado, en diversos grados, el impacto negativo de la competencia de los bajos salarios de China con algunos de esos países. Debido, en parte, a todo ello, las economías emergentes de Asia han sido, como región, las que han registrado el crecimiento más rápido de los dos últimos años

América Latina se diferencia de las otras dos regiones en que, en los últimos años, eliminó su déficit por cuenta corriente y registró una caída brusca de las entradas de capital. Esos años estuvieron marcados por la inestabilidad económica y política que siguió a los sucesivos años de crisis y tensiones.

Sorprendentemente, las entradas netas de capital en la región sufrieron una acusada caída desde los máximos alcanzados en 1997 hasta niveles insignificantes en el 2004. La dependencia tradicional de la región de la IDE se resintió como consecuencia de una reevaluación del riesgo tras las medidas adoptadas por las autoridades durante la crisis de Argentina y del progresivo agotamiento de las privatizaciones y de las fusiones y adquisiciones. Como resultado, las entradas de IDE ascienden sólo a la mitad del promedio de 1997-2001. La asistencia oficial, que impulsó las entradas de capital en Argentina y Brasil en los años 2001-2002,

también ha tocado fondo. Por otro lado, se ha observado una notable alza de los mercados de bonos y de renta variable en los dos últimos años, como consecuencia de los factores que afectaron a las economías avanzadas y a las emergentes, analizados en la sección 2, en particular, la «búsqueda de rentabilidad», a la que los emisores soberanos respondieron con una activa gestión de la deuda a fin de reducir la vulnerabilidad. Desafortunadamente, ese alza apenas ha servido más que para situar las entradas netas de cartera en niveles ligeramente positivos tras las salidas masivas que se produjeron entre 1999 y 2001, cuando se devaluó el real brasileño y la crisis se cernía ya sobre Argentina. Los créditos bancarios siguen siendo un lastre para las entradas netas, en la medida en que los bancos de la región están efectuando depósitos en instituciones financieras extranjeras.

La crisis y las tensiones impidieron la acumulación de reservas hasta el año 2003, cuando el saldo de la cuenta financiera se tornó en superávit. Este cambio de signo, tras un prolongado déficit reflejó, en la reversión inicial de su tendencia a la baja, la devaluación de algunas monedas (como el real brasileño en 1999 y el peso argentino en el 2001) y, posteriormente, hizo aumentar la demanda de materias primas (sobre todo en China) y, más recientemente, el precio del petróleo.

Las dos grandes economías emergentes *vecinas de la UE* —Rusia y Turquía— sufrieron crisis relacionadas con la deuda en los años 1998 y 2001, respectivamente. Sin embargo, en la actualidad registran una mejora de los fundamentos económicos (razonables tasas de crecimiento, reducción de la inflación) y de las condiciones de financiación (descenso de los diferenciales y de los tipos de interés internos y mejora de la calificación crediticia de su deuda soberana).

En Turquía, la economía sigue fortaleciéndose gracias a la influencia estabilizadora de la tranquilidad política, la asistencia oficial, un programa con el FMI y los avances para iniciar las negociaciones de adhesión a la UE. Rusia disfruta de una vigorosa demanda de sus recursos naturales y de los beneficios extraordinarios derivados del alza de los precios del petróleo, lo que le ha permitido

registrar, por quinto año consecutivo, un superávit fiscal y un creciente superávit por cuenta corriente. La contrapartida es un fuerte incremento de sus reservas, las más altas de todas las economías emergentes no asiáticas.

A diferencia de las otras dos regiones, las entradas netas de capital a estos dos países han sido negativas año tras año desde 1999 (con la excepción del 2003, debido a un crecimiento exponencial de los préstamos bancarios a Rusia), a pesar del cuantioso programa de asistencia a favor de Turquía en el 2002. Las entradas netas de IDE son insignificantes, mientras que, en los mercados de bonos, el superávit fiscal de Rusia hace innecesario el endeudamiento público, pese a que los emisores corporativos (especialmente gas y electricidad) siguen siendo activos. Turquía, por su parte, continúa recurriendo a los mercados de bonos para financiar su decreciente déficit fiscal.

6 CONCLUSIÓN

Las economías emergentes se han convertido en un elemento importante de la economía y del sistema financiero mundiales. La evolución más reciente de los flujos financieros en estas economías, incluidas las reservas oficiales, no tiene precedentes y plantea una serie de desafíos para las teorías convencionales, la formulación de las políticas internas y la comunidad internacional. No menos importantes son otras cuestiones como la forma en que debe interpretarse la transformación de las economías emergentes en proveedores netos de capital, la sostenibilidad de la acumulación de reservas y la base sobre la que ha de juzgarse el vigor del reciente repunte de los flujos financieros.

Lo más notable sobre la recuperación de los flujos financieros tras un paréntesis de cinco años ha sido su concentración por composición (en IDE) y por regiones (en Asia). Sin IDE, o sin Asia, los flujos financieros netos a las economías emergen-

tes habrían sido negativos. Además, tampoco puede pasarse por alto el rápido ascenso de China a una posición dominante dentro del grupo. El mejor ejemplo en este sentido lo ofrecen sus ingresos netos de IDE, que representan más del 90% de los flujos financieros netos totales de las economías emergentes. Esto plantea interrogantes respecto al papel relativo de los flujos de cartera y bancarios cuando la IDE es abrumadoramente dominante. También cabe preguntarse si a las economías más pequeñas no les estará resultando cada vez más difícil obtener financiación cuando China absorbe un porcentaje tan grande de estos recursos.

La acumulación de reservas es también un fenómeno predominantemente asiático. En la medida en que está motivado por el deseo de protegerse frente a las presiones cambiarias o financieras, plantea un interrogante respecto al papel que podría desempeñar el FMI en la región en caso de producirse crisis en el futuro. Una cuestión más inmediata es hasta qué punto es apropiado el nivel de reservas que registra la región y su viabilidad en vista de los riesgos y los costes que ello entraña.

La persistencia, o mejor dicho, el aumento del superávit por cuenta corriente en el grupo de economías emergentes, incluso ahora que se han superado las crisis y las economías se han recuperado, es notable. También en este caso, aunque en menor medida de lo que sucede con la acumulación de reservas y otros flujos financieros, Asia es la fuerza impulsora. El grado en que el ahorro interno siga siendo mayor que la inversión interna determinará la persistencia de estos superávits y, al mismo tiempo, las exportaciones netas de capital al resto del mundo. La conveniencia de que se produzcan flujos netos de recursos de las economías emergentes a las economías avanzadas depende, en gran medida, del equilibrio entre los beneficios de promover la demanda de las exportaciones por parte de las economías avanzadas y el margen de inversión productiva en las economías emergentes.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO



Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ²⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ³⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias 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
2003	10,9	8,0	8,0	-	4,9	20,7	2,33	4,16
2004	.	.	.	.	.	.	2,11	4,14
2004 I	11,0	7,2	6,4	-	5,4	16,2	2,06	4,15
II	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,9	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
IV	.	.	.	-	.	.	2,16	3,84
2004 Jul	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	10,5	2,12	4,34
Ago	9,2	5,7	5,5	5,7	6,1	9,7	2,11	4,17
Sep	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,7	2,12	4,11
Oct	9,0	6,3	5,8	5,9	6,8	8,2	2,15	3,98
Nov	9,7	6,5	6,0	.	6,9	.	2,17	3,87
Dic	.	.	.	.	.	.	2,17	3,69

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	.	.	.	.	.	103,8	105,9	1,2439
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	10,3	25,0	5,9	16,9	298,2	102,8	104,9	1,2220
IV	.	.	.	.	.	105,7	107,8	1,2977
2004 Jul	3,9	13,9	-8,5	-30,7	301,3	102,8	104,9	1,2266
Ago	4,9	6,0	9,3	6,3	301,7	102,7	104,8	1,2176
Sep	1,4	5,1	5,1	41,4	298,2	103,0	105,1	1,2218
Oct	1,8	8,1	-9,7	5,9	294,2	104,2	106,3	1,2490
Nov	.	.	.	.	291,6	105,6	107,7	1,2991
Dic	.	.	.	.	.	107,1	109,3	1,3408

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2004 17 Dic	2004 24 Dic	2004 31 Dic	2005 7 Dic
Oro y derechos en oro	129.947	129.930	125.730	125.713
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	167.810	167.117	153.820	156.471
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	18.253	17.947	16.969	16.391
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.297	7.452	6.849	7.356
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	351.295	358.656	345.113	334.015
Operaciones principales de financiación	276.000	283.498	270.001	259.000
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	285	155	109	12
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	3	3	3
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.003	3.708	3.763	3.180
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	70.053	69.842	70.244	70.522
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	41.934	41.533	41.317	41.317
Otros activos	119.607	119.521	120.428	118.672
Total activo	909.199	915.706	884.233	873.637

2. Pasivo

	2004 17 Dic	2004 24 Dic	2004 31 Dic	2005 7 Dic
Billetes en circulación	496.161	504.587	501.256	497.170
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	145.390	140.568	138.734	132.473
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	145.304	140.434	138.624	132.394
Facilidad de depósito	86	134	105	79
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	5	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	126	126	126	126
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	48.181	50.480	42.192	45.280
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10.231	11.194	10.912	7.965
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	278	275	247	223
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	13.182	13.241	10.679	11.461
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.807	5.807	5.573	5.573
Otros pasivos	59.264	58.847	51.443	50.420
Cuentas de revalorización	70.696	70.696	64.842	64.842
Capital y reservas	59.883	59.885	58.229	58.104
Total pasivo	909.199	915.706	884.233	873.637

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 15 Sep	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
8	3 29.144	298	282.000	2,00	2,05	2,06	7
15	354.121	339	276.000	2,00	2,07	2,08	7
22	350.812	340	283.500	2,00	2,07	2,08	8
30	284.027	355	270.000	2,00	2,09	2,17	6
2005 5 Ene	324.154	321	259.000	2,00	2,06	2,07	7
12	343.644	332	265.000	2,00	2,06	2,07	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 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
23 Dic	34.466	155	25.000	-	2,12	2,14	98

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
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 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
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
II	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2
2004 Jul	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3
Ago	12.167,5	6.470,2	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
Oct	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7

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
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
III	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
2004 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	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18 Ene	138,4	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)	11	12		
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito						Otras operaciones de absorción de liquidez	8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 I	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
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
7 Dic	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
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	312,8	14,2	154,8
Ago	1.175,0	527,1	22,2	0,6	504,3	151,1	135,6	1,8	13,7	-	13,2	313,7	14,3	155,7
Sep	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
Oct	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,5	14,2	163,9
Nov ¹⁾	1.206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
IFM, excluido el Eurosistema														
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.801,2	12.114,5	819,1	7.101,8	4.193,6	2.947,6	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,1	2.566,8	161,8	1.048,1
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	20.757,3	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	7.403,0	4.354,2	3.186,1	1.355,7	442,9	1.387,5	77,4	920,0	2.902,9	161,0	1.164,7
Oct	21.160,7	12.679,0	812,1	7.447,9	4.419,0	3.209,2	1.352,8	447,9	1.408,5	77,9	924,6	2.908,9	161,7	1.199,5
Nov ¹⁾	21.348,9	12.712,6	807,9	7.507,0	4.397,7	3.225,0	1.354,9	453,7	1.416,4	78,3	944,2	2.973,9	161,2	1.253,6

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	478,6	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	1.224,8	487,0	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
Nov ¹⁾	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.801,2	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	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	20.757,3	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	11.171,6	146,3	6.442,2	4.583,2	687,0	3.447,5	1.182,4	2.839,2	1.653,7
Oct	21.160,7	0,0	11.288,6	133,3	6.491,2	4.664,1	695,0	3.477,4	1.186,6	2.824,5	1.688,6
Nov ¹⁾	21.348,9	0,0	11.316,5	130,7	6.527,2	4.658,6	691,8	3.488,5	1.204,2	2.881,1	1.766,7

Fuente: BCE.

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	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	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.555,6	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,5	1.367,5	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.134,3
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	15.351,8	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	650,4	3.183,3	174,7	1.210,0
Ago	15.385,3	8.189,6	841,5	7.348,1	1.932,6	1.484,6	448,0	643,3	3.223,4	174,6	1.221,8
Sep	15.486,9	8.237,8	834,2	7.403,6	1.935,6	1.490,9	444,8	642,3	3.212,1	175,2	1.283,8
Oct	15.582,0	8.282,9	834,3	7.448,5	1.939,7	1.490,1	449,6	646,4	3.216,3	175,9	1.320,8
Nov ^(p)	15.779,7	8.337,8	830,1	7.507,6	1.951,7	1.496,7	455,0	659,2	3.279,4	175,5	1.376,1
Operaciones											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,3	-1,3	-20,1
2003	770,6	385,7	13,6	372,1	171,7	117,7	54,0	19,4	224,2	-3,6	-26,9
2004 I	428,2	84,6	5,8	78,8	56,5	53,5	3,1	24,6	212,0	-0,4	51,0
II	269,9	150,2	-7,1	157,3	65,3	51,0	14,3	8,4	33,0	1,6	11,4
2004 Jul	8,3	43,2	6,4	36,8	-5,0	-4,4	-0,6	-11,4	-7,7	0,9	-11,7
Ago	40,1	-8,7	-5,3	-3,4	-0,4	0,0	-0,4	-6,8	45,6	0,0	10,5
Sep	141,9	54,8	-7,0	61,8	4,7	7,8	-3,1	-2,2	22,8	0,6	61,4
Oct	122,0	48,5	0,3	48,3	3,6	-1,4	5,0	3,1	30,2	0,7	35,9
Nov ^(p)	244,7	60,9	-4,0	64,9	11,7	6,1	5,6	11,9	106,7	-0,4	53,9

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	14.555,6	397,9	153,6	6.294,4	582,0	1.875,1	1.010,7	2.635,1	1.597,8	9,0
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	15.351,8	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	15.486,9	438,0	204,0	6.458,5	609,6	2.047,9	1.039,7	2.862,8	1.812,5	13,8
Oct	15.582,0	444,4	197,4	6.509,4	617,1	2.056,6	1.042,2	2.848,6	1.851,8	14,6
Nov ^(p)	15.779,7	448,7	183,7	6.545,2	613,5	2.059,2	1.050,8	2.906,0	1.931,1	41,5
Operaciones										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	105,3	39,7	75,9	-92,3	86,5
2003	770,6	79,0	12,9	315,8	58,0	130,6	39,0	130,3	-55,7	60,6
2004 I	428,2	1,7	30,2	25,2	21,3	61,7	8,2	174,9	115,9	-10,9
II	269,9	23,4	39,4	102,4	2,8	48,6	9,3	32,3	13,8	-2,1
2004 Jul	8,3	13,3	-22,2	10,8	3,9	12,7	3,7	-6,8	-8,5	1,4
Ago	40,1	-2,8	-8,5	-19,4	11,0	11,4	5,5	15,5	21,3	6,3
Sep	141,9	4,6	11,1	45,1	-13,3	30,5	4,7	-12,4	71,0	0,6
Oct	122,0	6,4	-6,7	53,9	7,4	13,6	1,2	10,6	28,3	7,4
Nov ^(p)	244,7	4,4	-13,7	41,1	-3,1	11,7	6,0	96,1	65,3	37,0

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

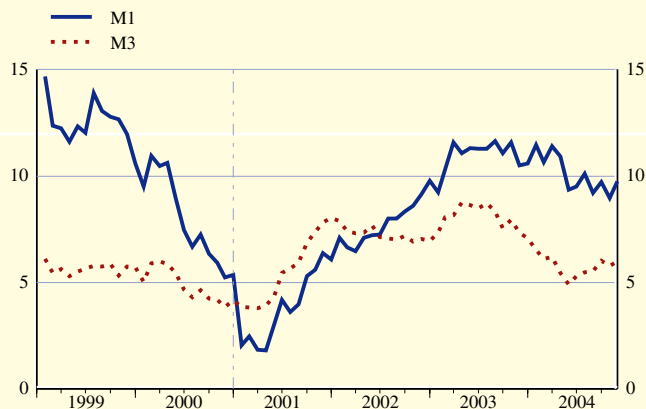
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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	184,5
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	8.400,5	7.293,2	272,8
2004 Jul	2.831,9	2.592,8	5.424,7	932,5	6.357,1	-	4.341,0	2.329,2	8.453,5	7.348,8	283,7
Ago	2.837,5	2.604,1	5.441,6	940,2	6.381,8	-	4.370,3	2.340,9	8.473,2	7.371,1	317,0
Sep	2.868,6	2.621,8	5.490,3	934,7	6.425,0	-	4.395,1	2.334,5	8.519,7	7.416,9	338,4
Oct	2.881,1	2.642,6	5.523,7	939,8	6.463,5	-	4.415,1	2.336,0	8.574,7	7.465,5	349,9
Nov ^(p)	2.906,8	2.637,7	5.544,5	938,2	6.482,7	-	4.443,5	2.325,3	8.639,0	7.514,3	344,7
Operaciones											
2002	217,3	89,3	306,5	68,0	374,5	-	189,1	35,1	347,2	311,9	171,1
2003	258,1	114,6	372,7	32,9	405,6	-	237,4	133,7	445,9	372,9	94,8
2004 I	92,3	-13,3	79,1	-2,7	76,4	-	76,6	25,6	89,4	74,5	89,7
II	20,6	31,8	52,4	22,9	75,3	-	76,5	46,6	165,1	136,0	-37,9
2004 Jul	41,6	10,1	51,7	5,9	57,6	-	26,3	16,7	52,3	56,3	11,8
Ago	6,0	11,7	17,7	7,5	25,3	-	28,1	8,9	24,9	27,2	28,4
Sep	32,7	19,6	52,3	-6,0	46,3	-	36,9	-4,7	51,7	52,2	26,6
Oct	13,8	22,3	36,0	4,4	40,5	-	24,5	1,0	57,4	51,9	12,7
Nov ^(p)	28,5	-2,5	26,0	0,2	26,2	-	33,6	-10,9	69,5	54,6	-0,4
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	171,1
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	94,8
2004 Mar	11,4	2,1	6,7	3,0	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	96,5
Jun	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,2
2004 Jul	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,4	6,4	6,3	6,2	39,9
Ago	9,2	2,0	5,7	4,8	5,5	5,7	7,5	6,6	6,0	6,1	102,6
Sep	9,7	2,8	6,3	4,5	6,0	5,8	7,8	5,5	6,3	6,5	124,2
Oct	9,0	3,6	6,3	2,8	5,8	5,9	7,7	4,5	6,5	6,8	131,8
Nov ^(p)	9,7	3,2	6,5	2,9	6,0	.	7,6	3,5	6,7	6,9	123,3

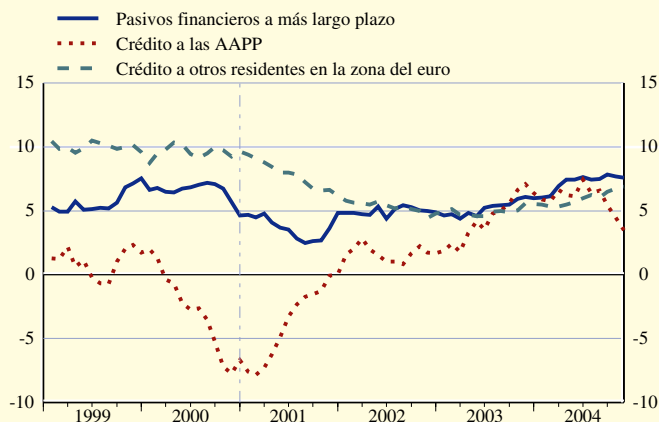
C1 Agregados monetarios

(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

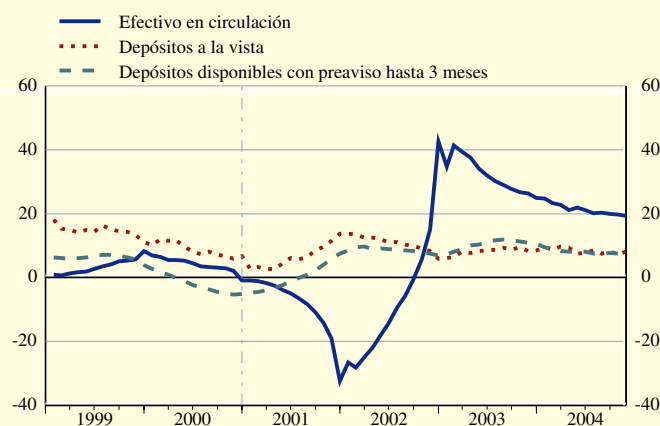
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	1.020,8
2004 Jul	425,2	2.406,6	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.306,8	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	2.428,7	1.003,4	1.618,4	226,3	615,6	92,8	1.952,8	88,4	1.318,1	1.035,8
Oct	446,3	2.434,8	1.020,3	1.622,3	224,6	622,7	92,6	1.957,4	89,4	1.327,9	1.040,5
Nov ^(p)	453,3	2.453,5	1.007,0	1.630,7	225,3	617,3	95,6	1.955,4	89,7	1.342,9	1.055,5
Operaciones											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	70,6	-13,3	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,3	-28,8	143,4	-8,9	59,5	-17,7	149,2	-13,2	62,7	38,7
2004 I	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,0	0,1	4,2	51,8	-0,5	14,4	10,9
II	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,4	10,6	6,8	41,7	-1,0	30,7	5,2
2004 Jul	4,7	36,8	2,3	7,8	8,4	-0,3	-2,2	11,9	0,3	8,2	6,0
Ago	8,0	-1,9	-1,6	13,3	-0,8	7,3	1,0	16,8	-0,1	5,6	5,7
Sep	6,6	26,1	8,9	10,7	-1,5	-1,7	-2,8	29,0	-0,9	7,1	1,7
Oct	6,5	7,3	18,3	3,9	-1,7	6,9	-0,8	10,1	1,0	10,0	3,5
Nov ^(p)	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,8	-4,9	4,3	5,9	0,3	15,1	12,3
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,6	17,1	-9,5	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dic	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,4	-17,4	8,9	-12,7	5,3	3,9
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-9,5	10,5	-9,9	5,4	4,5
Jun	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	-0,6	10,4	-7,1	7,0	5,1
2004 Jul	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	1,9	10,0	-4,9	7,1	4,4
Ago	20,3	7,4	-5,7	7,5	4,5	5,0	4,7	10,3	-3,3	7,0	4,2
Sep	19,9	8,1	-4,2	7,6	3,7	4,2	8,2	11,1	-3,0	7,2	3,9
Oct	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-5,4	10,6	-2,1	7,4	3,9
Nov ^(p)	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	-1,5	9,9	-1,4	7,9	4,0

C3 Componentes de los agregados monetarios

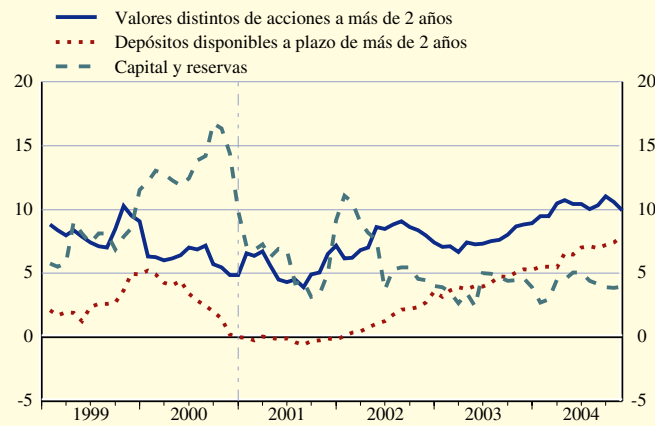
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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⁾

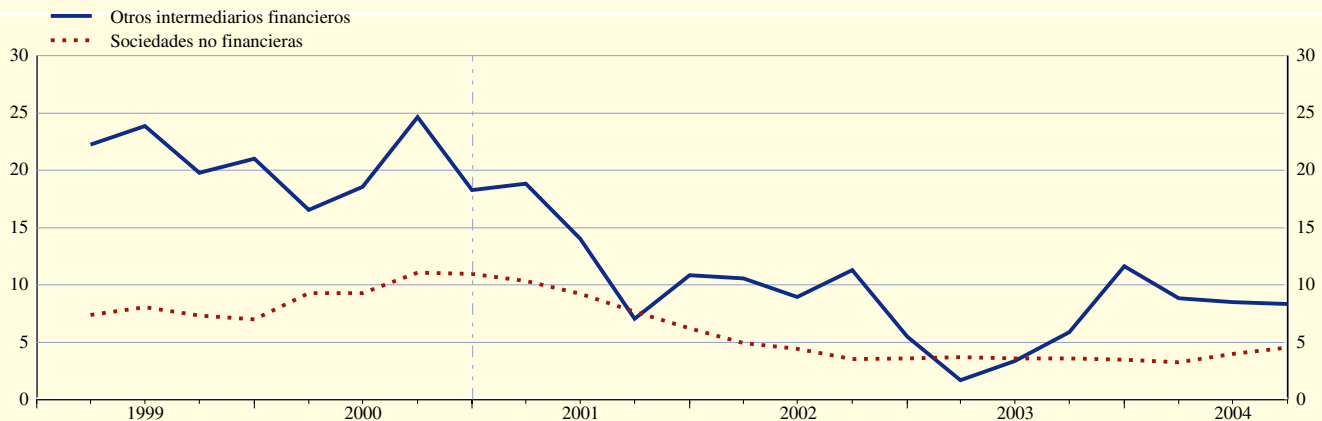
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2002	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	54,9	39,2	511,5	304,9	3.124,2	960,4	545,8	1.618,0
Nov ^(p)	54,2	37,8	534,2	328,3	3.142,1	976,0	546,1	1.620,0
Operaciones								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,1	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 I	10,8	10,0	-2,8	-11,6	22,5	-3,5	4,0	22,1
II	7,0	7,3	8,5	4,5	59,8	16,1	11,7	32,1
2004 Jul	3,0	2,0	-4,4	-3,1	9,5	-2,6	3,9	8,3
Ago	-2,8	-2,8	-12,4	-12,6	-5,4	-16,4	4,3	6,8
Sep	-1,0	-1,1	18,3	15,1	14,6	6,8	0,8	7,0
Oct	2,2	1,4	5,7	4,1	19,2	8,9	0,9	9,4
Nov ^(p)	-0,6	-1,2	24,0	24,4	20,9	16,0	0,9	4,1
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dic	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Mar	8,6	6,3	8,9	2,9	3,2	-2,4	3,6	6,9
Jun	18,8	25,6	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2
2004 Jul	15,3	26,2	8,8	5,4	4,4	-1,0	6,0	7,4
Ago	21,6	37,0	6,9	3,1	4,1	-1,6	5,6	7,3
Sep	18,2	32,4	8,3	5,6	4,6	-0,6	6,0	7,4
Oct	9,5	14,7	9,2	7,4	5,1	1,5	5,4	7,3
Nov ^(p)	10,3	14,1	10,0	8,5	5,2	2,6	5,0	6,9

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⁾

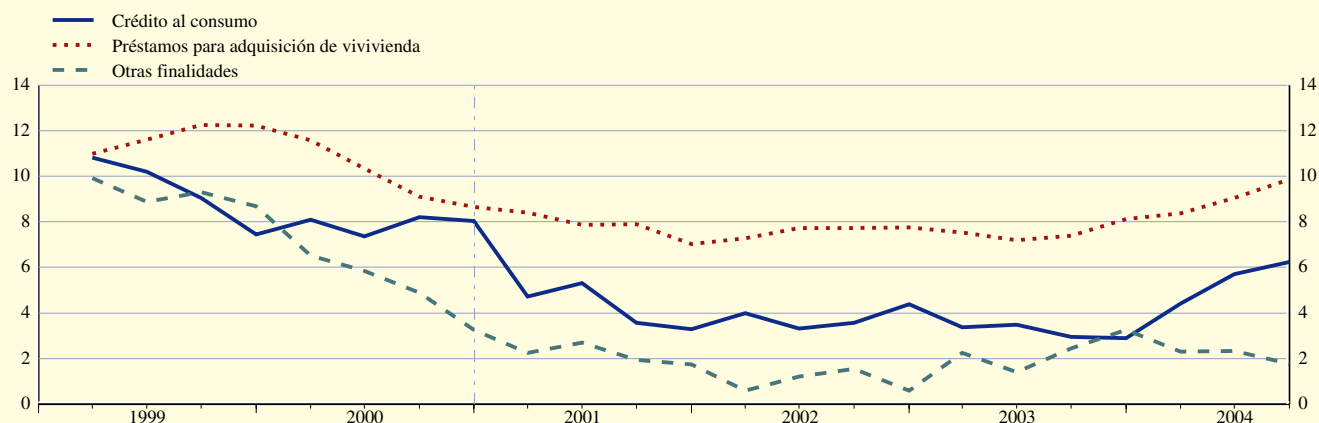
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	14,4	63,3	2.282,8	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 I	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,3	14,2	61,6	2.324,5	679,8	141,8	95,1	442,9
2004 II	3.663,2	502,2	115,1	187,1	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	503,9	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	3.736,4	507,6	115,6	188,6	203,4	2.534,4	15,0	65,9	2.453,5	694,4	144,8	98,7	450,8
Oct	3.757,3	509,5	115,2	189,7	204,5	2.553,4	15,5	66,6	2.471,3	694,5	143,8	99,4	451,3
Nov ^(p)	3.776,5	509,7	115,2	189,6	204,9	2.570,4	15,2	66,0	2.489,2	696,4	146,1	99,2	451,1
Operaciones													
2002	182,2	21,9	7,1	5,4	9,4	156,9	-0,3	2,3	154,9	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	211,8	13,6	8,7	6,4	-1,4	177,5	-5,9	1,7	181,7	20,7	-6,5	-5,0	32,2
2004 I	48,2	2,1	-1,6	1,8	1,9	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
2004 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	-1,2	1,4	1,7	28,0	-0,4	0,5	27,9	-1,2	-3,6	-0,1	2,4
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	29,9	2,5	1,1	0,5	0,9	26,3	0,2	0,5	25,6	1,1	2,6	-0,4	-1,1
Oct	21,3	1,7	-0,2	0,7	1,2	19,6	0,5	0,3	18,9	-0,1	-0,9	0,9	-0,1
Nov ^(p)	20,5	0,5	-0,1	0,0	0,7	17,3	-0,5	-0,3	18,1	2,7	3,3	-0,2	-0,4
Tasas de crecimiento													
2002 Dic	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,4	3,7	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 Dic	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,2	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	4,6	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,9	4,4
2004 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	-1,0	1,5	3,7
Ago	7,5	6,5	6,2	6,2	6,9	9,3	5,7	0,6	9,6	2,1	-0,5	1,6	3,0
Sep	7,8	6,2	4,8	5,5	7,8	9,9	4,5	0,7	10,2	1,8	0,0	-0,4	2,8
Oct	7,8	5,9	4,0	5,3	7,7	9,8	9,3	0,0	10,1	2,0	1,1	0,9	2,6
Nov ^(p)	7,9	6,5	7,4	4,5	7,8	9,9	5,4	-0,4	10,2	1,8	1,4	1,0	2,2

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⁾

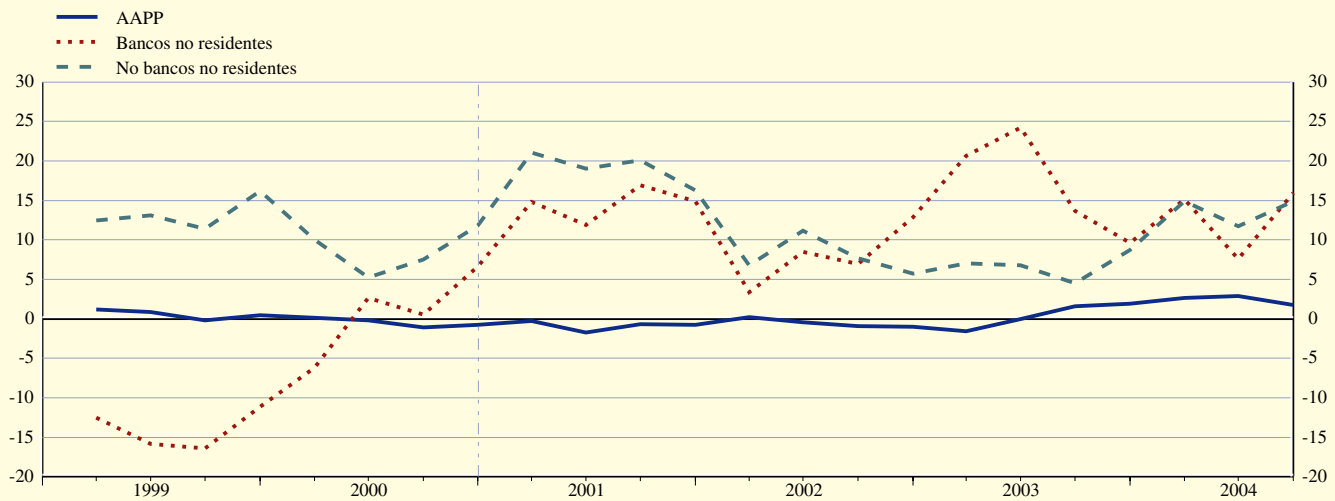
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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
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	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,2	-4,4	-12,3	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 I	5,8	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	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dic	1,9	-3,3	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 Mar	2,7	0,8	-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⁾

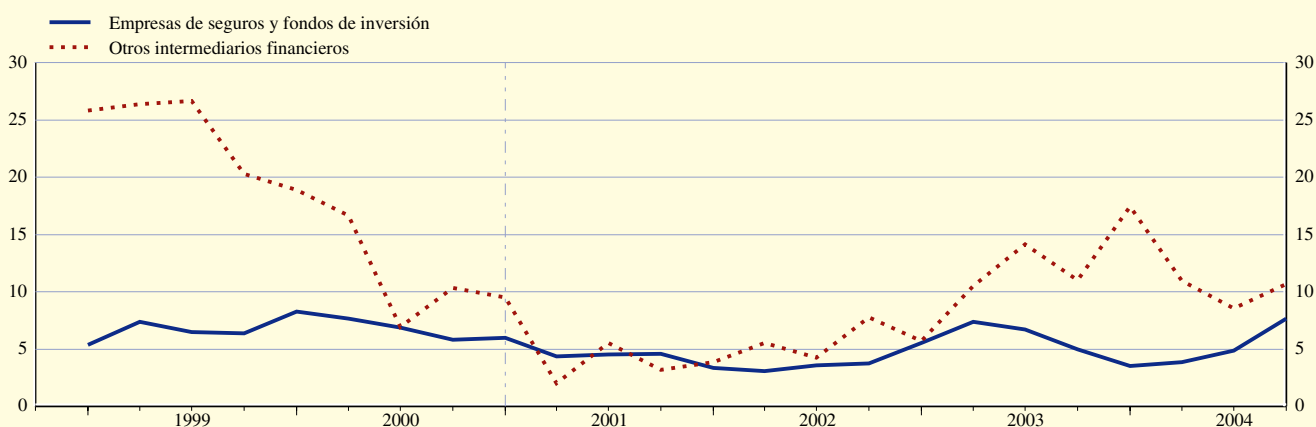
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	567,6	183,1	130,6	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 I	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	586,4	197,0	119,7	145,7	7,8	0,1	116,1
II	565,3	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	595,8	194,3	122,3	153,6	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	573,7	61,7	47,3	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,7	120,3	164,8	8,1	0,1	115,9
Oct	579,0	58,5	49,0	446,0	1,3	1,3	22,8	620,6	187,1	133,7	166,8	8,4	0,1	124,6
Nov ^(p)	584,2	63,2	47,6	449,9	1,3	1,3	20,8	631,2	197,1	126,7	176,3	9,7	0,1	121,3
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,5	1,6	-3,1	18,7	0,3	-0,1	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 I	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
II	7,9	-4,9	0,0	13,7	0,0	0,0	-0,9	12,1	-1,3	3,9	8,2	0,6	0,0	0,8
2004 Jul	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-1,1	-7,7	0,9	4,3	0,0	0,0	1,4
Ago	-0,3	-2,1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-4,7	-10,3	4,3	3,9	-0,1	0,0	-2,4
Sep	7,1	8,1	0,4	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,4	13,8	-7,3	3,2	-0,1	0,0	-0,2
Oct	5,2	-3,1	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	22,7	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	8,7
Nov ^(p)	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,0	0,0	-2,0	12,3	10,8	-6,5	9,8	1,3	0,0	-3,2
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,5	2,8	-6,7	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,7	-	17,1
2004 Mar	3,8	5,1	9,9	2,4	40,8	1,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
Jun	4,9	-6,4	12,7	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,5	44,5	-	20,5
2004 Jul	5,6	0,3	18,9	5,1	32,4	3,1	3,6	9,3	9,1	-9,3	23,6	51,6	-	14,1
Ago	5,9	4,4	19,6	4,3	18,6	7,1	16,6	9,5	6,1	-5,9	25,9	67,2	-	11,3
Sep	7,7	7,3	46,2	4,8	13,6	6,7	6,8	10,7	7,3	-6,1	28,3	63,5	-	12,8
Oct	8,3	10,3	32,8	5,2	3,3	38,3	24,2	11,2	7,4	1,7	26,9	48,4	-	7,8
Nov ^(p)	9,5	22,6	33,1	5,9	1,6	40,9	7,1	11,7	12,5	-3,9	28,8	73,7	-	4,9

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⁾

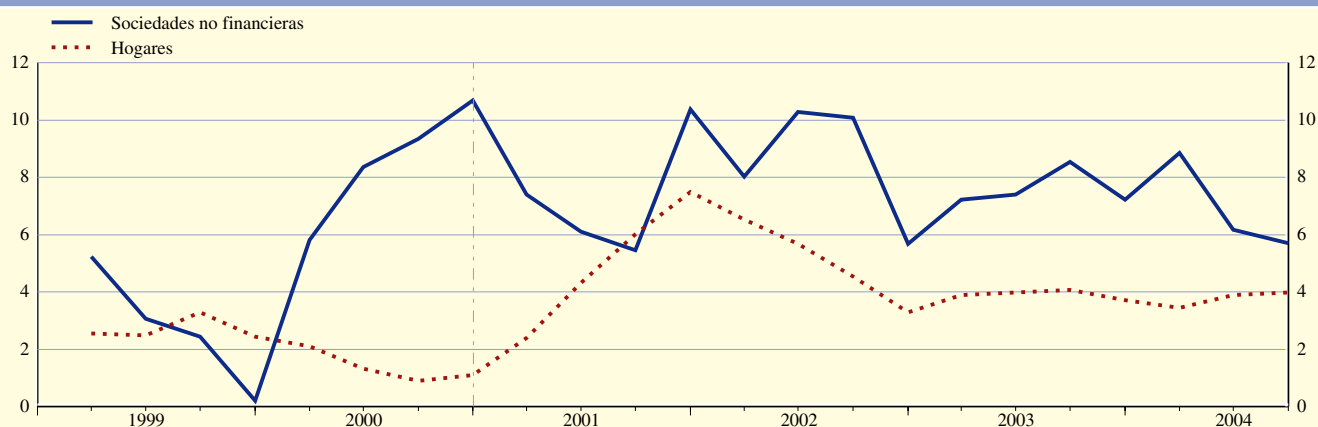
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,7	633,3	280,2	67,6	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	1.037,4	624,2	275,9	69,9	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
II	1.054,0	650,6	265,6	70,3	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	642,6	271,0	70,8	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	1.067,1	657,3	269,6	70,9	42,6	1,1	25,6	4.060,6	1.363,2	512,2	614,2	1.431,8	85,5	53,7
Oct	1.071,6	648,3	283,9	69,9	42,5	1,1	25,9	4.078,3	1.376,9	509,3	617,4	1.434,3	86,0	54,4
Nov ^(p)	1.077,7	660,1	279,7	70,1	41,2	1,1	25,5	4.089,7	1.381,1	509,1	618,6	1.439,6	86,8	54,4
Operaciones														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,9	40,9	53,5	-29,8	10,2	0,4	-4,2	141,9	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 I	-14,4	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,2	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
II	20,5	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	-1,0	-8,2	5,2	0,4	0,6	0,0	1,0	13,6	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
Ago	0,7	-3,0	0,8	-0,1	0,6	0,0	2,3	-15,5	-21,0	-1,7	2,2	3,0	-0,1	2,0
Sep	15,7	18,8	-0,7	0,4	0,4	0,0	-3,2	7,8	12,5	-2,4	-1,6	0,5	-0,3	-0,9
Oct	6,0	-8,3	14,8	-0,8	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-2,6	3,4	2,5	0,5	0,7
Nov ^(p)	10,7	13,0	-3,3	0,1	1,1	0,0	-0,4	9,9	4,5	0,5	1,2	2,9	0,8	0,0
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,2	6,7	23,1	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 Mar	8,8	11,9	3,1	13,2	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	14,8	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
2004 Jul	6,7	10,7	-3,1	13,3	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
Ago	6,0	10,9	-5,2	8,5	17,9	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
Sep	5,7	9,7	-2,7	7,8	18,8	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5
Oct	5,6	8,7	-0,2	7,9	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
Nov ^(p)	5,0	8,0	-1,3	5,2	18,0	23,0	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1

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⁾

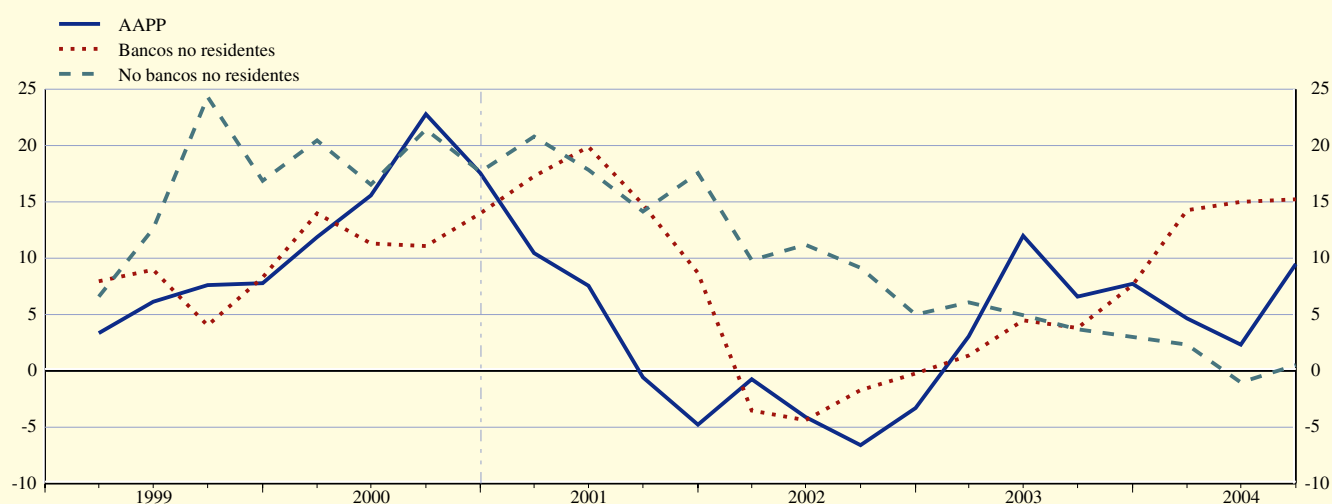
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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.

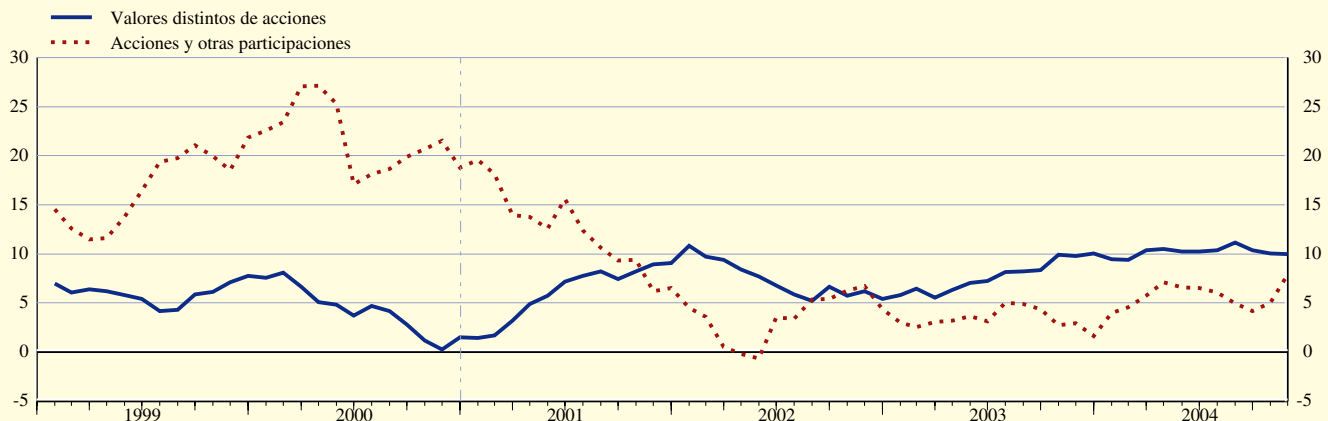
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(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	633,2	207,0
Oct	3.945,1	1.346,7	61,8	1.332,5	20,4	430,4	17,5	735,9	1.134,9	287,5	637,1	210,3
Nov ^(p)	3.973,1	1.355,4	61,0	1.336,5	18,5	436,6	17,2	748,1	1.176,3	294,7	649,5	232,1
Operaciones												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	329,7	91,6	5,1	80,3	1,0	51,9	2,0	98,0	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 I	154,2	61,3	1,0	45,8	1,4	4,1	-1,2	41,8	44,7	6,1	24,6	14,0
II	90,8	15,2	1,9	44,9	0,0	13,8	0,1	14,9	26,1	6,2	8,4	11,5
2004 Jul	41,5	17,9	-0,6	-4,3	-0,2	0,5	-0,9	29,2	-1,2	0,8	-11,4	9,4
Ago	19,7	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-4,0	-6,8	4,3
Sep	8,7	7,9	0,5	8,8	-0,5	-4,1	0,9	-4,8	-18,7	-4,5	-2,2	-12,0
Oct	37,3	21,2	0,2	-7,7	4,7	4,9	0,3	13,8	5,9	0,3	3,0	2,6
Nov ^(p)	40,6	8,5	0,4	3,6	-1,3	5,8	0,2	23,5	38,6	5,9	11,8	20,9
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	10,1	8,1	10,5	7,0	5,8	14,7	9,7	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 Mar	10,4	9,6	6,4	7,3	5,6	10,7	4,7	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
Jun	10,3	9,4	7,4	8,6	10,1	10,3	2,2	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 Jul	10,4	9,5	5,5	7,2	5,9	11,3	-7,2	19,1	6,1	5,3	3,9	14,4
Ago	11,2	10,0	12,9	7,6	4,6	10,2	-6,5	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
Sep	10,4	10,6	12,3	6,6	-0,1	7,6	-3,7	19,9	4,2	2,8	3,1	10,1
Oct	10,1	11,4	11,1	4,6	33,6	6,7	-2,4	20,4	5,0	2,3	4,3	11,4
Nov ^(p)	10,0	11,4	9,5	3,8	21,8	6,8	-2,9	21,8	7,9	4,6	4,6	23,7

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	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Nov ^(p)	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-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	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov ^(p)	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,7	-0,4	3,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,0	19,2	7,9	5,0	6,4
2004 I	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	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	0,6	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,3	0,7	0,8	0,8
Nov ^(p)	0,7	0,6	-0,1	0,7	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	2,8	1,3	0,6	0,9

Fuente: BCE.

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las 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	4.364,9	91,3	8,7	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)	4.583,2	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.588,5	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	4.193,6	-	-	-	-	-	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)	4.354,2	-	-	-	-	-	8.215,0	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

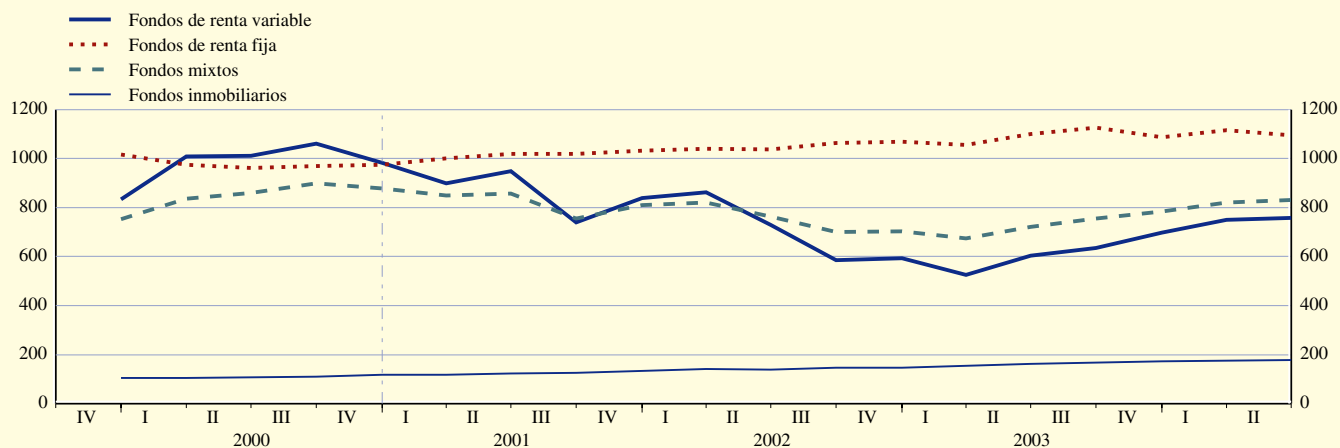
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
II ^(p)	3.365,8	50,2	3.188,6	127,1

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 de 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								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Adm. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾	11	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso					Cesiones temporales	9	10
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	15.467,6	5.874,9	352,4	5.183,7	2.027,5	1.559,2	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 I	15.650,2	5.909,2	350,8	5.181,8	2.021,0	1.545,0	1.534,5	81,2	183,8	192,8	395,0
II	15.923,1	6.045,7	372,0	5.264,5	2.101,6	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	185,3	396,3
Operaciones											
2003 I	155,6	41,6	3,1	-3,7	-29,5	-11,5	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
II	213,1	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
III	133,2	12,4	11,4	12,2	6,8	-3,8	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
IV	152,9	124,2	29,7	118,1	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 I	140,4	31,8	-1,6	-4,4	-7,2	-15,8	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,7
II	282,8	135,7	21,2	82,5	78,8	-14,5	20,1	-1,9	39,4	-7,4	0,8
Tasas de crecimiento											
2003 I	4,3	5,9	31,2	4,3	7,3	-0,3	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
II	4,6	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
III	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
IV	4,5	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 I	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-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	21,1
Valores distintos de acciones											
Acciones²⁾											
Reservas técnicas de seguro											
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Saldos vivos											
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	305,5
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	4.015,1	294,0	3.721,2	303,8
Operaciones													
2003 I	266,0	93,9	66,5	5,7	7,9	-2,2	45,0	18,5	26,5	43,2	-7,6	50,8	7,1
II	235,7	116,3	84,2	-4,6	3,2	-7,8	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,1	2,6
III	137,1	81,6	58,7	8,6	1,1	7,6	1,8	-25,9	27,7	71,2	-4,7	75,9	22,9
IV	111,9	112,9	118,5	22,3	9,9	12,4	17,1	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 I	195,7	48,3	76,5	6,0	4,0	2,0	-13,6	-6,2	-7,4	55,8	-4,0	59,8	33,5
II	270,8	154,2	134,7	-8,9	5,4	-14,3	67,4	13,5	54,0	95,7	8,7	86,9	-2,0
Tasas de crecimiento													
2003 I	4,4	4,8	4,0	-1,5	28,5	-3,4	4,5	-0,9	7,4	6,7	-0,3	7,4	-4,1
II	4,8	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,2	3,7
III	5,2	5,4	4,3	2,8	33,0	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
IV	4,8	5,0	4,6	3,6	36,2	1,2	3,2	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	3,3	7,4	0,4	8,0	22,5
II	4,4	4,8	5,4	3,2	29,2	0,9	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,5	20,9

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
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	2,2	-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	60,1	10,2	1,5	7,9	0,2	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 I	93,1	14,4	5,7	5,9	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	11,7	3,6	-12,4	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
IV	6,1	3,5	2,9	3,5	4,7	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 I	6,9	3,8	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	10,8	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	7,5	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	0,8	4,5	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	9,4	7,9	3,2	6,6	7,1	3,6	
IV	5,8	2,6	8,4	12,1	6,9	6,8	12,9	12,7	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	8,5	11,3	8,9	6,4	6,6	5,2	
II	5,7	1,1	9,3	-0,7	6,1	6,0	14,0	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 participa- ciones	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	10,0	0,0	1.938,8	-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	43,7
2000	485,5	1.389,6	-913,1	25,7	-16,7	2.911,8	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,6
2001	459,1	1.441,3	-973,6	-10,7	2,0	2.597,7	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,2
2002	389,9	1.428,1	-1.021,8	-17,5	1,1	2.310,5	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	51,3
2003	391,0	1.439,5	-1.054,0	5,0	0,5	2.421,8	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	38,6

	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	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,7	1.478,6	-1.021,8	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	420,2	1.469,2	-1.054,0	5,0	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	157,5	745,6	-597,3	354,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	75,1	644,7	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	197,6	438,1	-241,6	435,0	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	183,8	445,7	-259,0	416,3	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	162,0	454,2	-279,4	481,9	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,7	671,8	213,2	211,1	4.712,3	14,3
2003	165,1	461,5	-290,8	531,9	224,2	16,6	83,6	229,8	436,9	693,9	260,2	257,9	4.853,9	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

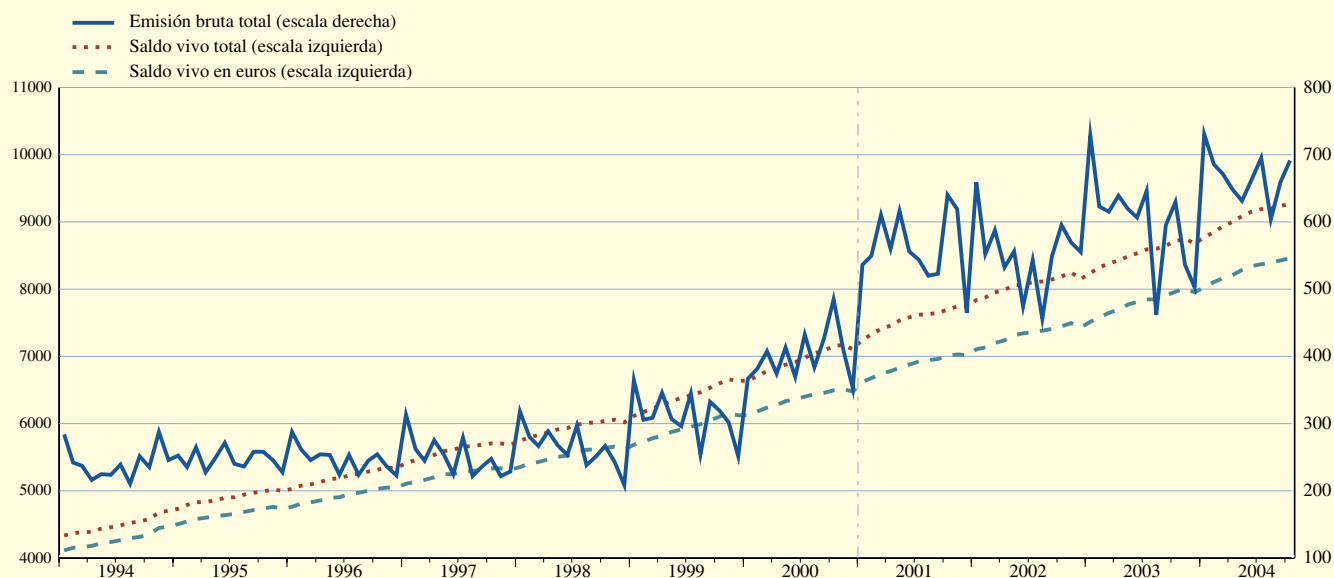
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Oct	9.156,6	635,5	579,5	56,0	8.717,0	629,7	562,3	67,4	91,3	93,7	94,7	57,4
Nov	9.224,0	556,0	491,3	64,7	8.755,0	536,4	490,2	46,2	91,5	93,2	92,4	46,6
Dic	9.188,8	520,5	551,9	-31,4	8.680,6	502,5	555,5	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,3
2004 Ene	9.259,0	738,2	665,7	72,5	8.771,3	730,5	645,1	85,4	91,5	94,2	94,8	77,0
Feb	9.335,7	698,8	622,4	76,5	8.848,1	685,9	605,3	80,6	91,6	94,6	94,2	78,3
Mar	9.443,8	716,8	608,2	108,6	8.933,3	671,8	596,3	75,5	91,3	92,7	95,3	54,7
Abr	9.469,8	648,8	624,7	24,2	9.000,9	648,7	587,2	61,5	91,2	93,2	95,0	46,8
May	9.569,1	649,3	549,8	99,5	9.083,0	631,0	543,7	87,3	91,2	93,9	94,9	76,5
Jun	9.676,2	709,8	601,6	108,2	9.148,7	663,0	597,3	65,6	91,2	94,3	94,7	59,3
Jul	9.695,9	707,7	686,2	21,5	9.190,4	695,0	653,8	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
Ago	9.726,7	619,8	589,0	30,8	9.202,8	603,5	588,7	14,8	91,2	94,7	94,8	14,1
Sep	9.836,3	722,7	613,3	109,4	9.233,7	658,8	618,4	40,3	91,3	94,9	94,5	41,2
Oct	.	.	.	.	9.262,6	691,2	657,0	34,3	91,3	93,7	95,0	24,0
Largo plazo												
2003 Oct	8.283,2	179,2	126,2	53,0	7.836,0	168,3	121,1	47,2	91,3	91,7	94,1	40,4
Nov	8.334,6	143,4	93,5	50,0	7.872,1	136,5	90,4	46,0	91,5	89,6	88,1	42,6
Dic	8.329,3	119,3	119,5	-0,2	7.848,7	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,3
2004 Ene	8.386,1	195,5	137,9	57,6	7.895,6	178,1	139,5	38,7	91,6	92,8	91,0	38,5
Feb	8.472,2	193,8	108,8	85,0	7.978,9	183,1	98,5	84,6	91,7	92,2	88,0	82,2
Mar	8.533,8	213,1	150,5	62,5	8.044,2	189,1	132,3	56,8	91,4	86,7	94,1	39,6
Abr	8.575,0	163,6	124,1	39,4	8.094,7	155,4	110,5	45,0	91,2	88,5	94,7	32,9
May	8.676,2	174,7	72,3	102,4	8.178,4	156,7	68,0	88,7	91,3	89,3	90,9	78,1
Jun	8.761,0	203,1	120,3	82,8	8.249,3	179,9	112,6	67,3	91,3	92,9	92,2	63,3
Jul	8.796,7	190,2	153,0	37,2	8.284,7	173,3	138,9	34,5	91,2	91,8	93,7	28,9
Ago	8.823,9	87,3	60,5	26,8	8.300,1	75,3	58,5	16,8	91,2	86,9	91,5	11,9
Sep	8.916,1	190,4	99,5	90,9	8.347,3	155,7	102,2	53,5	91,3	91,5	88,8	51,8
Oct	.	.	.	.	8.360,6	154,0	133,3	20,7	91,3	88,2	94,4	10,0

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)

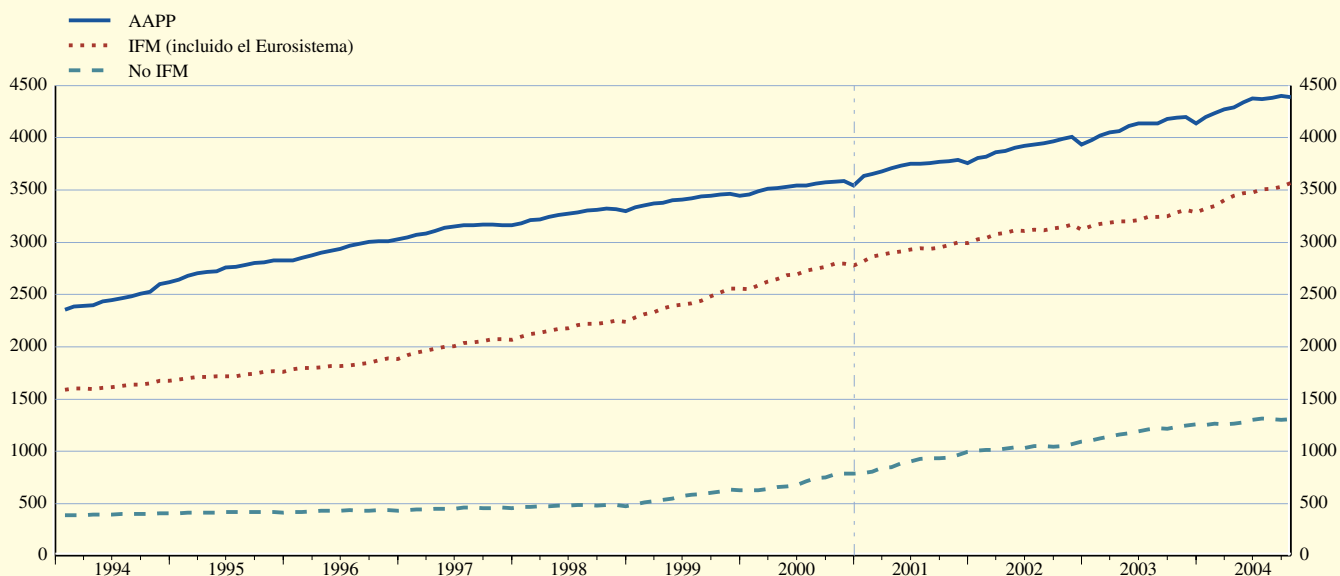
1. Saldos vivos

(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 Oct	8.717,0	3.288,7	658,1	576,0	3.981,3	212,9	91,3	85,3	86,5	87,6	97,4	95,4
Nov	8.755,0	3.310,8	665,7	577,3	3.983,9	217,4	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
Dic	8.680,6	3.287,5	680,2	575,8	3.918,8	218,3	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,3
2004 Ene	8.771,3	3.319,6	679,7	575,2	3.974,7	222,0	91,5	85,4	87,6	87,7	97,6	95,5
Feb	8.848,1	3.347,1	688,2	578,5	4.006,2	228,2	91,6	85,6	87,9	87,6	97,6	95,6
Mar	8.933,3	3.402,9	681,9	576,0	4.041,4	231,0	91,3	85,2	87,7	87,4	97,4	95,5
Abr	9.000,9	3.442,9	687,9	578,3	4.059,6	232,2	91,2	84,9	87,7	87,3	97,4	95,4
May	9.083,0	3.468,2	687,4	587,4	4.106,3	233,8	91,2	84,8	88,0	87,3	97,5	95,6
Jun	9.148,7	3.475,9	708,8	590,6	4.135,1	238,4	91,2	84,7	88,5	87,2	97,4	95,5
Jul	9.190,4	3.506,9	717,5	598,1	4.130,7	237,3	91,1	84,6	88,7	86,9	97,5	95,5
Ago	9.202,8	3.514,2	714,8	594,1	4.141,0	238,6	91,2	84,6	88,9	86,9	97,5	95,5
Sep	9.233,7	3.532,9	713,7	586,8	4.159,1	241,2	91,3	84,7	89,4	87,1	97,6	95,7
Oct	9.262,6	3.565,0	721,6	588,1	4.145,3	242,6	91,3	84,6	89,7	87,2	97,6	95,7
Largo plazo												
2003 Oct	7.836,0	2.922,8	649,9	475,9	3.577,8	209,5	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
Nov	7.872,1	2.937,3	657,3	479,8	3.583,8	214,0	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
Dic	7.848,7	2.927,4	671,1	483,5	3.551,9	214,9	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 Ene	7.895,6	2.941,8	671,1	478,7	3.586,0	218,0	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
Feb	7.978,9	2.977,2	680,0	481,6	3.616,5	223,7	91,7	86,0	87,8	86,3	97,5	95,7
Mar	8.044,2	3.028,8	674,1	475,5	3.638,8	227,1	91,4	85,7	87,5	85,8	97,3	95,6
Abr	8.094,7	3.059,3	679,5	471,1	3.657,1	227,7	91,2	85,4	87,6	85,5	97,3	95,6
May	8.178,4	3.090,3	679,3	478,9	3.700,9	229,1	91,3	85,2	87,9	85,6	97,4	95,7
Jun	8.249,3	3.097,8	700,5	484,0	3.733,6	233,5	91,3	85,2	88,4	85,4	97,3	95,8
Jul	8.284,7	3.121,9	709,2	492,4	3.729,3	232,0	91,2	85,0	88,6	85,1	97,4	95,7
Ago	8.300,1	3.131,7	705,9	489,6	3.739,5	233,4	91,2	84,9	88,8	85,1	97,4	95,8
Sep	8.347,3	3.163,2	704,8	489,0	3.754,2	236,2	91,3	85,0	89,3	85,3	97,5	95,9
Oct	8.360,6	3.180,7	712,7	491,1	3.738,0	238,0	91,3	84,9	89,6	85,5	97,5	95,9

CI4 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)

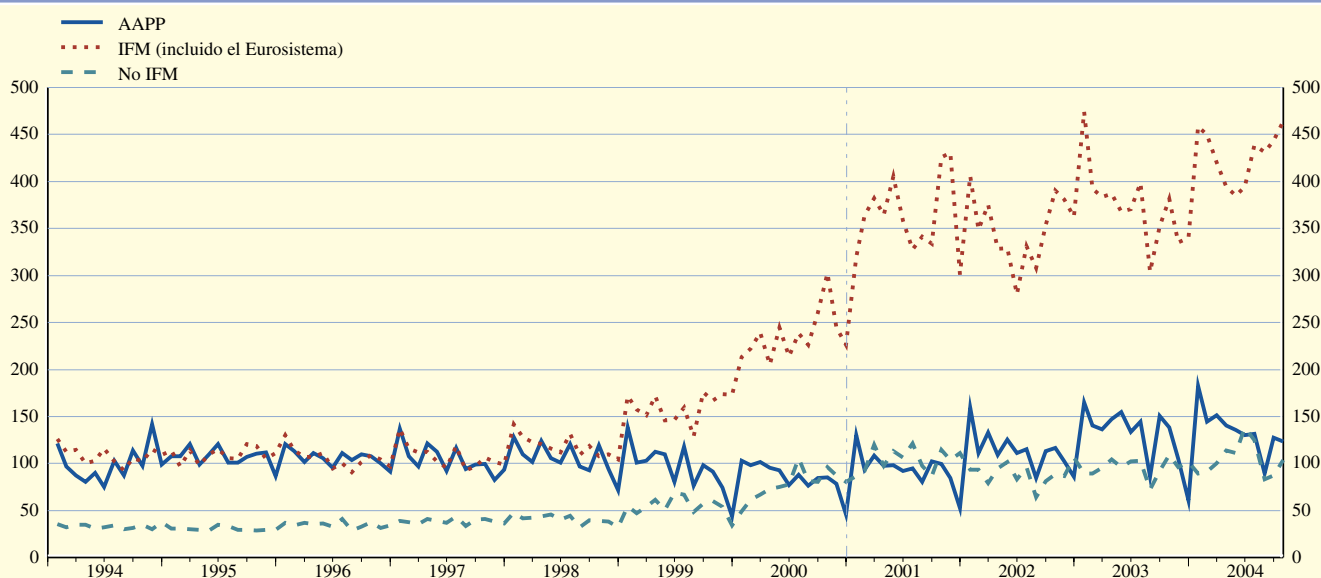
2. Emisiones brutas

(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 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	685,9	449,8	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	648,7	394,3	19,9	94,2	134,9	5,3	93,2	90,8	92,9	96,8	97,6	97,2
May	631,0	384,5	10,0	100,8	130,5	5,2	93,9	91,8	89,4	97,1	98,0	97,9
Jun	663,0	394,3	33,5	104,7	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,8	97,6	94,5
Jul	695,0	438,7	23,2	101,8	127,5	3,9	94,1	92,6	95,5	94,9	98,0	92,1
Ago	603,5	430,8	6,2	77,2	85,3	4,0	94,7	93,7	93,4	97,2	97,9	98,4
Sep	658,8	443,5	12,1	75,5	120,3	7,4	94,9	93,4	95,7	98,1	98,4	97,0
Oct	691,2	463,7	18,7	85,3	118,0	5,6	93,7	92,4	90,7	96,9	97,4	92,8
Largo plazo												
2003 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	85,6	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	156,7	68,1	6,8	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,7	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	173,3	71,5	19,6	18,0	62,9	1,4	91,8	85,9	97,1	85,4	98,3	100,0
Ago	75,3	40,6	2,4	2,2	28,5	1,5	86,9	78,9	91,5	79,4	98,0	95,8
Sep	155,7	81,9	8,9	4,4	55,8	4,8	91,5	85,2	95,9	91,6	99,5	99,6
Oct	154,0	70,1	15,4	10,2	54,8	3,4	88,2	78,5	91,7	95,8	97,7	94,7

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

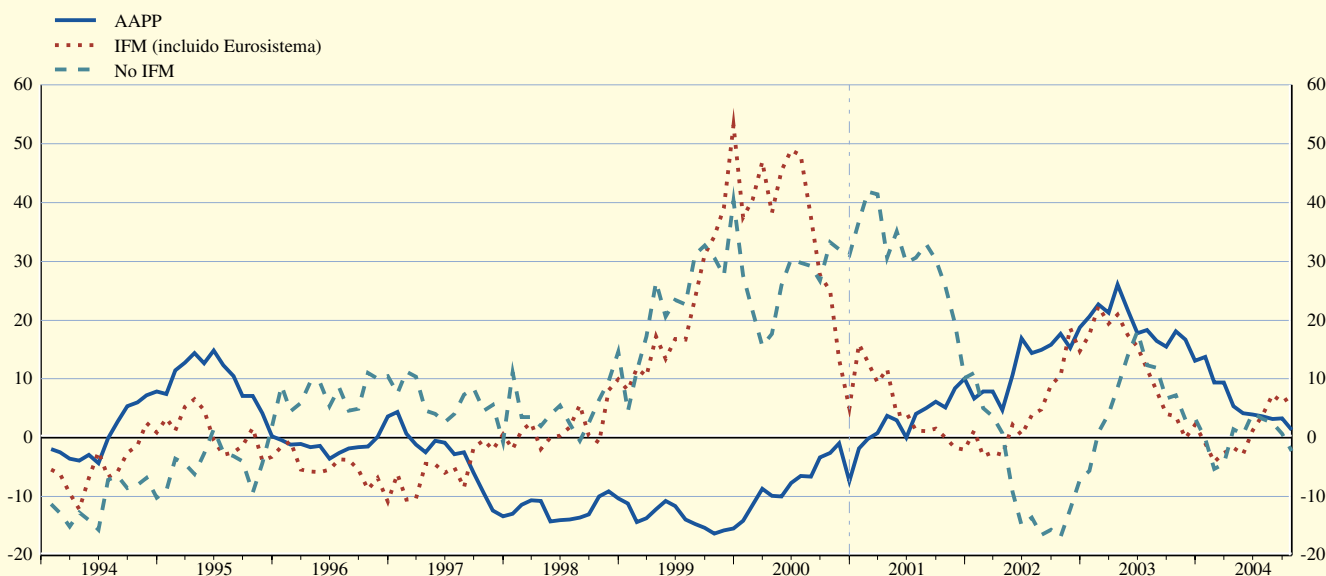
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(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 Oct	7,2	114,2	5,5	19,3	28,6	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	18,7	27,4	10,1	5,2	4,4	23,1	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,7
Dic	7,3	114,1	6,2	17,0	23,1	10,6	5,5	4,7	22,3	6,9	120,8	2,2	3,3	20,5
2004 Ene	7,0	115,2	5,9	15,1	22,4	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	13,9	21,0	6,4	5,7	4,9	21,1	1,4	127,0	-4,1	-5,3	-8,0
Mar	7,0	117,3	7,4	10,9	17,6	3,9	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,0
Abr	7,0	118,1	7,9	9,6	15,7	3,1	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,5	-5,9
May	7,0	119,2	8,3	8,9	14,6	2,8	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,5	-5,8
Jun	7,3	120,1	8,4	9,5	15,3	3,3	5,8	5,2	17,4	2,8	131,7	1,3	4,2	-7,1
Jul	7,2	120,6	8,4	9,1	13,3	4,4	5,7	5,2	16,0	3,7	132,7	4,0	3,2	-6,9
Ago	7,4	120,8	8,9	8,4	12,8	3,5	6,0	5,4	16,8	4,8	132,4	7,3	2,5	0,6
Sep	7,1	121,3	9,1	7,5	10,9	3,7	5,4	4,9	15,3	4,1	130,5	6,0	0,7	9,0
Oct	6,7	121,8	8,9	7,1	10,6	3,1	4,8	4,3	14,1	3,3	132,5	7,2	-2,3	8,0
En euros														
2003 Oct	6,9	113,6	4,2	22,9	35,8	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	22,0	33,7	10,9	5,1	4,3	22,4	9,3	132,2	3,1	2,3	9,4
Dic	7,0	113,4	5,0	19,4	27,1	11,4	5,5	4,7	21,3	8,8	124,0	5,6	2,9	18,9
2004 Ene	6,8	114,5	4,9	16,9	26,3	7,5	5,7	5,0	21,2	5,9	130,3	-0,5	-0,9	16,3
Feb	6,9	115,7	5,4	16,0	25,4	6,4	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,5
Mar	6,8	116,4	6,4	12,4	21,4	3,3	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,0
Abr	6,6	117,1	6,6	10,8	19,0	2,4	5,6	5,0	18,2	1,5	134,4	-2,9	1,4	-8,2
May	6,6	118,2	6,8	10,2	18,1	2,1	5,5	4,9	17,5	0,6	134,1	-3,5	0,3	-6,6
Jun	6,8	119,1	6,9	10,7	18,9	2,2	5,8	5,3	17,1	2,4	133,4	-0,1	4,5	-7,2
Jul	6,8	119,6	6,9	10,5	17,3	3,2	5,9	5,3	15,9	2,7	134,5	1,7	3,0	-9,3
Ago	7,0	119,8	7,2	9,7	16,7	2,2	6,1	5,5	16,8	3,3	134,9	3,9	3,0	-2,0
Sep	6,7	120,3	7,8	8,7	14,3	2,4	5,5	5,0	15,4	3,4	133,1	4,3	1,7	6,3
Oct	6,3	120,7	7,6	8,2	13,7	2,0	4,8	4,3	14,3	3,0	135,4	6,6	-1,5	4,9

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

(tasas de variación)



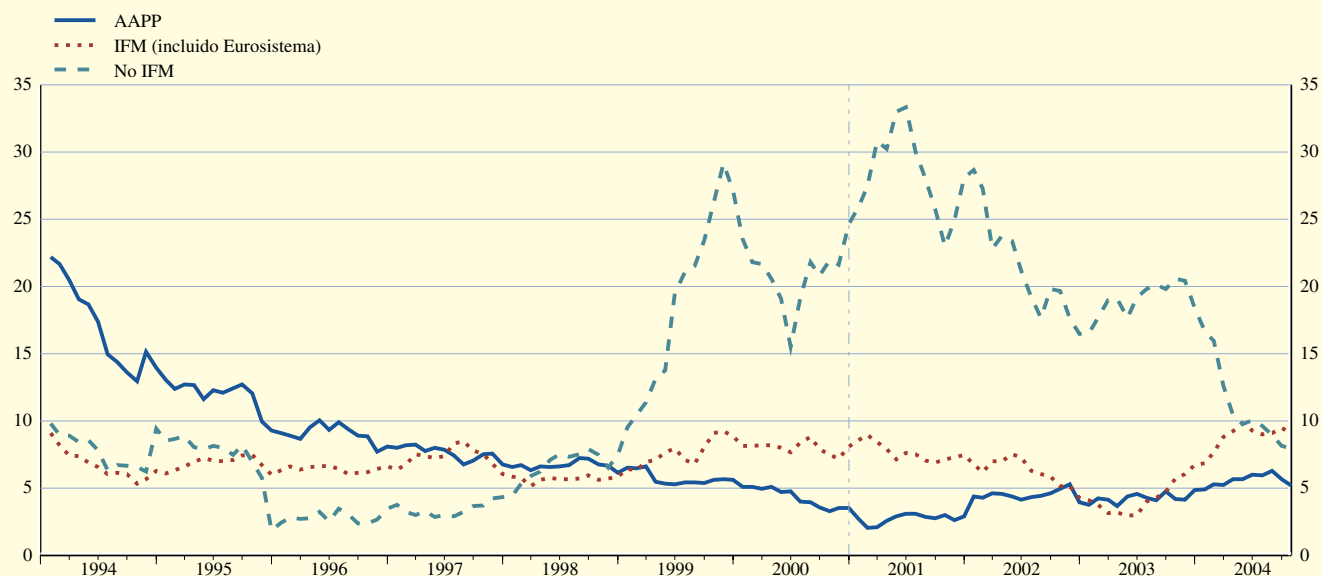
Fuente: BCE.

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		Índice Dic 01 = 100	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Administración Central	Otras AAPP	Total				Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Administración Central	Otras AAPP	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27		
En todas las monedas														
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,6	28,8	10,9	4,2	3,3	22,0	2003 Oct	
2,5	16,7	17,0	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,4	27,6	11,8	4,1	3,2	23,6	Nov	
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,7	18,4	23,1	12,5	4,8	3,9	22,9	Dic	
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,2	114,0	6,9	16,7	22,5	9,4	4,9	4,0	21,7	2004 Ene	
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,6	115,2	7,7	16,0	21,5	9,0	5,3	4,4	21,1	Feb	
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,6	116,0	8,8	12,6	18,2	5,6	5,2	4,4	20,9	Mar	
2,1	5,4	5,2	21,7	7,7	116,7	9,2	10,4	16,0	3,3	5,7	5,0	18,6	Abr	
1,1	4,2	4,1	17,4	7,8	117,9	9,8	9,8	14,9	3,2	5,6	5,0	17,7	May	
5,2	4,0	3,8	23,3	7,8	118,9	9,3	10,1	15,6	2,9	6,0	5,4	17,3	Jun	
4,1	3,6	3,4	19,0	7,6	119,4	9,0	9,6	13,6	4,5	6,0	5,4	15,9	Jul	
2,7	3,2	2,9	37,0	7,7	119,7	9,1	8,9	12,9	3,7	6,3	5,7	16,5	Ago	
0,0	3,3	2,9	41,3	7,4	120,4	9,5	8,1	10,9	4,4	5,7	5,1	14,9	Sep	
-3,1	1,3	1,0	38,8	7,0	120,7	9,1	8,0	10,6	4,4	5,2	4,7	13,7	Oct	
En euros														
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,8	3,8	24,9	36,2	12,2	4,0	3,2	21,3	2003 Oct	
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,4	34,1	13,2	4,0	3,1	23,0	Nov	
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,4	5,0	21,2	27,3	13,7	4,7	3,9	21,8	Dic	
-2,3	13,9	13,7	40,2	6,9	113,0	5,6	19,1	26,5	10,0	4,9	4,1	20,9	2004 Ene	
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,6	26,0	9,4	5,4	4,6	20,4	Feb	
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,2	114,9	7,5	14,5	22,1	5,1	5,3	4,5	20,0	Mar	
2,2	5,1	5,0	17,5	7,2	115,5	7,8	12,0	19,5	2,5	5,6	5,0	18,2	Abr	
0,9	4,1	4,0	19,9	7,3	116,7	8,1	11,4	18,6	2,5	5,7	5,0	17,4	May	
5,5	3,7	3,6	18,9	7,4	117,7	7,8	11,4	19,3	1,4	6,1	5,4	17,1	Jun	
4,1	3,5	3,4	14,6	7,3	118,1	7,5	11,3	17,7	3,0	6,1	5,6	15,9	Jul	
3,4	3,0	2,7	33,1	7,4	118,3	7,6	10,5	17,0	2,0	6,4	5,9	16,6	Ago	
1,3	3,2	2,9	37,7	7,1	119,1	8,2	9,5	14,4	2,7	5,8	5,3	15,1	Sep	
-2,0	1,5	1,2	38,8	6,6	119,3	7,7	9,2	13,9	2,9	5,2	4,7	14,0	Oct	

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)

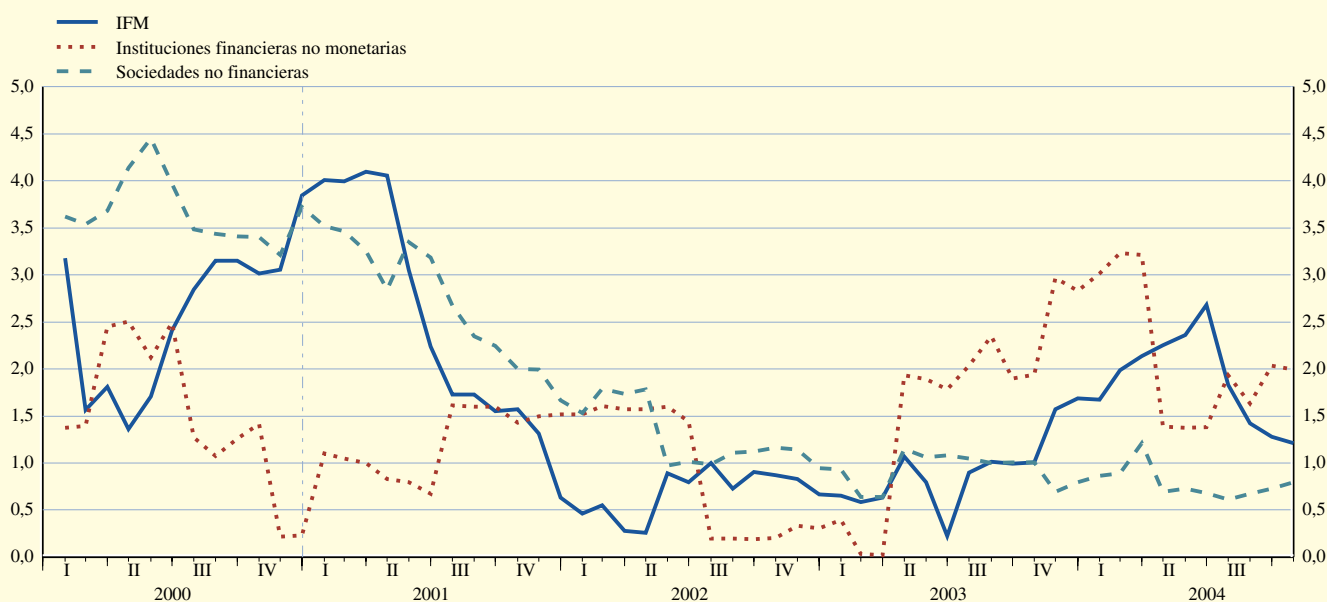
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 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	3.760,9	102,7	0,9	579,6	1,3	362,3	2,0	2.819,0	0,7
Oct	3.840,2	102,8	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.869,7	0,8

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

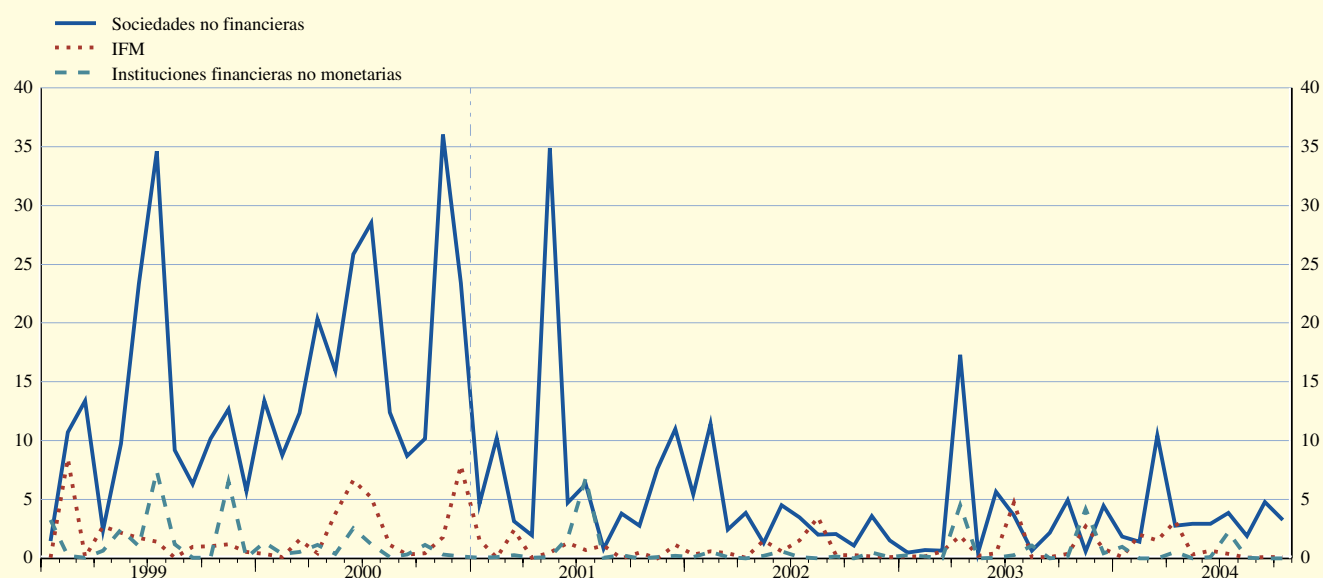
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

(en porcentaje; saldos vivos fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Nov	0,70	1,88	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,69	1,97
2003 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
2004 Feb	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
2004 Mar	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,59	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
2004 Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
2004 May	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
2004 Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
2004 Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
2004 Ago	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
2004 Sep	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
2004 Oct	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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
2003 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Sep	9,59	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
2004 Oct	9,53	7,39	6,91	8,34	8,01	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2003 Nov		5,41	4,08	4,93	4,72	3,01	3,29	4,24
2003 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
2004 Feb		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
2004 Mar		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
2004 Abr		5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
2004 May		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
2004 Jun		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
2004 Jul		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
2004 Ago		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
2004 Sep		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45
2004 Oct		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27

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)

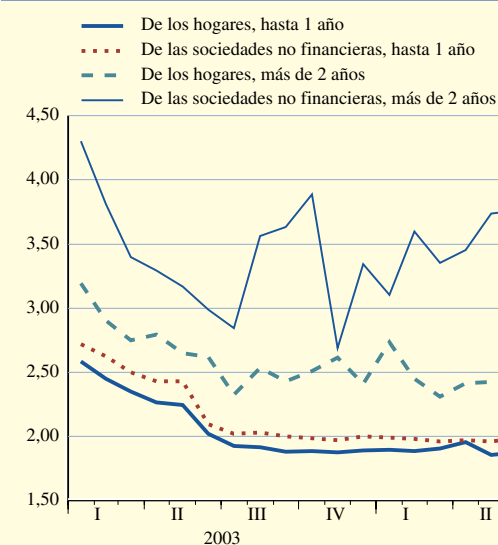
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Nov	0,70	1,98	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
Oct	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,11	3,88	1,98

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2003 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	7,16	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	8,05	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52	
Oct	4,69	4,54	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48	

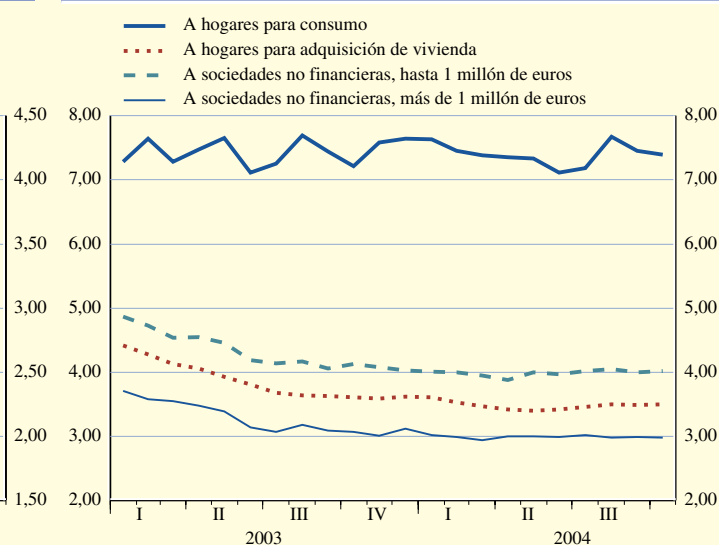
C20 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

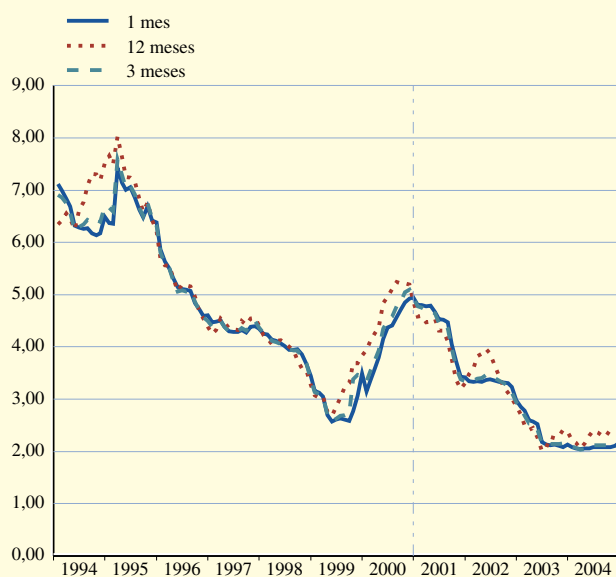
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro 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
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
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2003 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
IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2003 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
Dic	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05

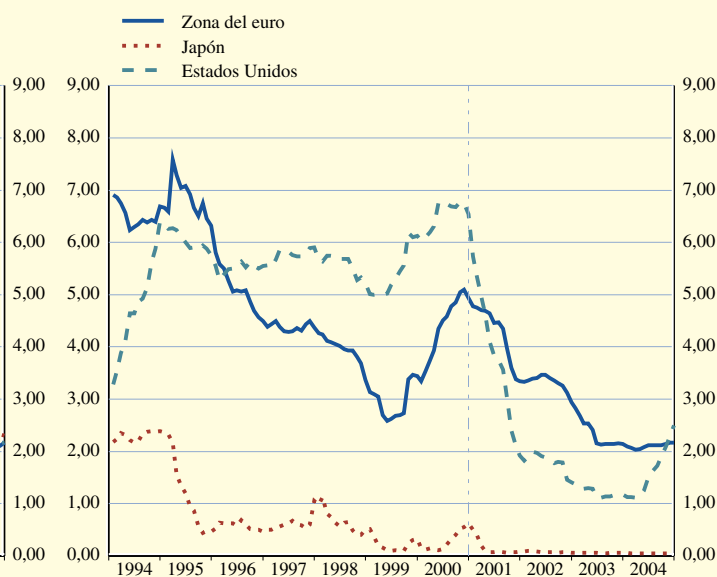
C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C23 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

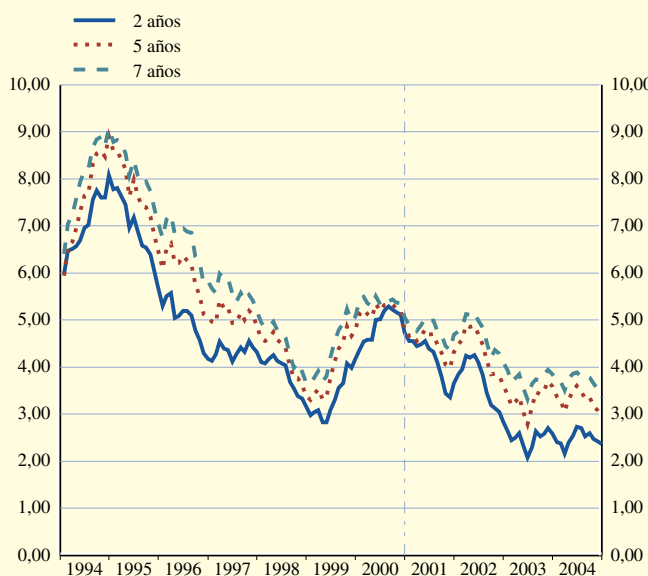
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

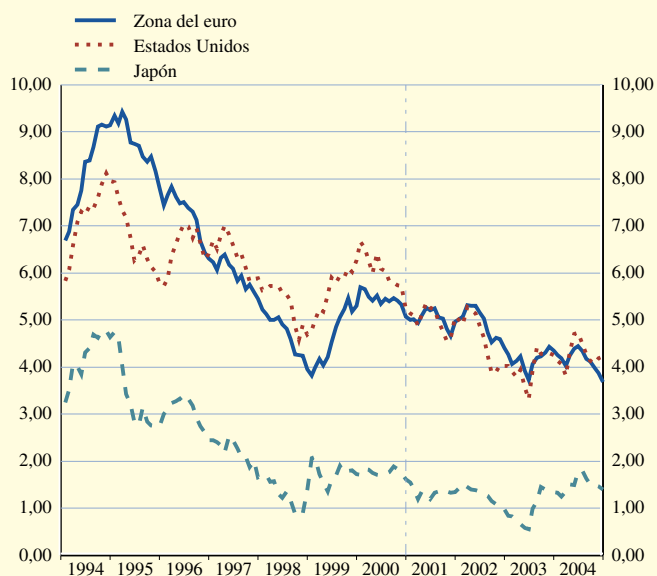
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
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
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2003 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
IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2003 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
Dic	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40

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.

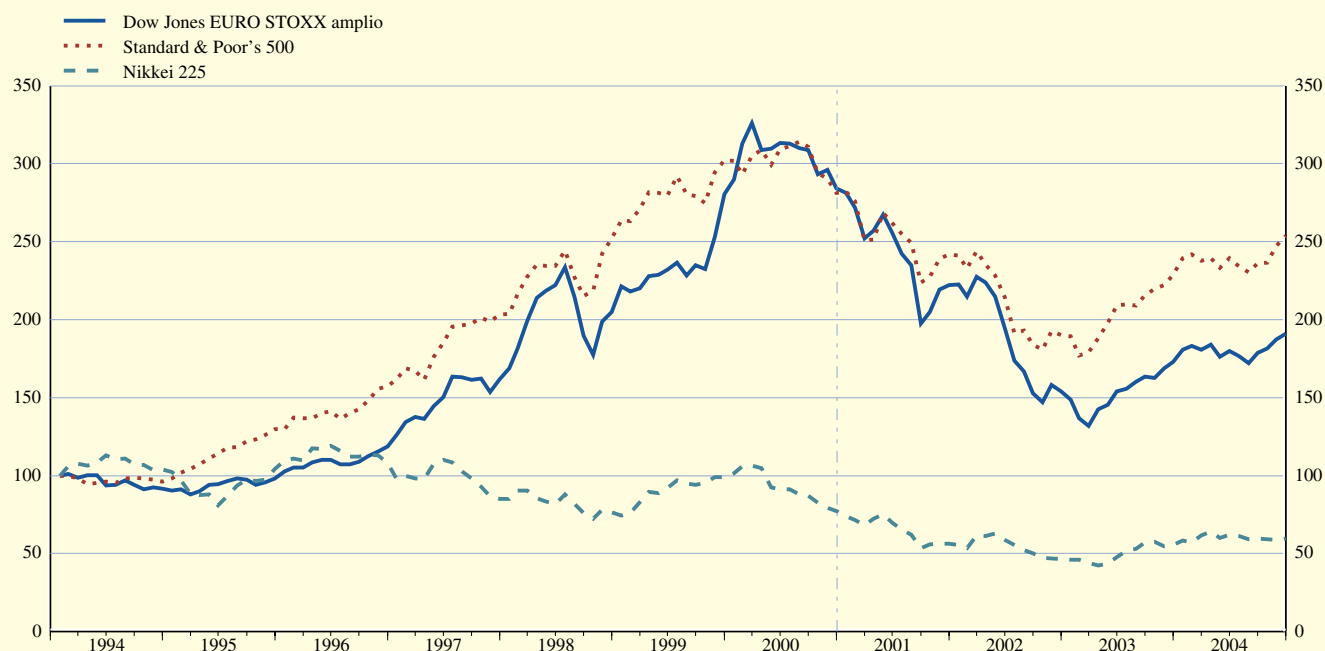
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón		
	Referencia		Principales índices sectoriales												Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
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		
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9		
2003 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		
IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1		
2003 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		
Dic	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3		

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2003 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 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	2,7	-2,5	2,4	5,2
Nov	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En el año 2004.

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		
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			Total excluida energía		
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
	Total	Duradero				No duradero								
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,1	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	2,8	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	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	18,4	10,8	30,5
2003 IV	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,7	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 I	103,9	0,2	0,9	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	2,1	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
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,9	1,3	34,5
2004 Jul	106,0	2,9	2,4	4,3	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	107,5	4,0	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,6	-	4,3	35,1	3,7	39,4
Nov	107,2	3,6	2,6	5,5	1,1	1,0	1,1	0,9	7,9	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	12,8	-0,2	30,0

3. Costes laborales por hora⁵⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,6	2,2
2001	103,5	3,6	3,7	2,9	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,2	3,8	4,0	3,5	2,7
2003	110,5	2,8	2,7	3,2	2,9	3,4	2,7	2,4
2003 III	110,9	2,8	2,7	3,2	3,1	3,1	2,8	2,4
IV	111,4	2,3	2,2	2,5	2,2	2,8	2,4	2,2
2004 I	112,2	2,8	2,9	2,7	3,2	3,2	2,8	2,3
II	112,6	2,2	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,2
III	113,2	2,0	2,1	1,6	1,8	2,3	2,1	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					Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones			
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2000	100,0	1,3	1,2	-0,3	1,7	0,3	3,3	2,1	
2001	102,6	2,6	3,8	2,4	3,5	1,0	3,5	2,6	
2002	104,8	2,2	0,0	0,7	2,6	1,9	3,6	2,4	
2003	106,9	2,0	4,4	1,1	3,6	1,9	1,6	2,9	
2003 III	107,3	2,3	5,9	1,7	3,7	1,5	0,9	3,9	
IV	107,1	1,5	3,3	0,2	3,7	2,1	1,6	2,0	
2004 I	107,2	1,0	-3,7	0,2	2,2	0,9	1,7	1,8	
II	107,5	0,4	-4,7	-2,5	1,7	-0,4	1,1	2,2	
III	107,3	0,1	-2,9	-2,2	3,3	0,1	2,5	0,0	
Remuneración por asalariado									
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,8	2,4	2,8	
2001	102,8	2,8	2,0	2,7	3,1	2,8	2,5	3,1	
2002	105,4	2,5	2,8	2,4	2,8	2,7	2,0	2,7	
2003	107,9	2,3	3,0	3,2	3,3	1,9	1,7	2,3	
2003 III	108,3	2,5	2,5	3,3	3,5	1,5	1,3	3,1	
IV	108,6	2,2	2,7	3,3	3,3	1,5	1,6	2,0	
2004 I	109,4	2,2	-0,3	3,9	2,8	1,3	1,0	2,4	
II	109,9	2,2	0,0	3,0	1,6	1,0	1,1	3,3	
III	109,9	1,5	3,6	2,1	2,7	1,1	1,9	0,9	
Productividad del trabajo ²⁾									
2000	100,0	1,3	0,8	3,7	0,9	1,4	-0,9	0,7	
2001	100,3	0,3	-1,8	0,3	-0,4	1,8	-1,0	0,4	
2002	100,6	0,3	2,8	1,6	0,2	0,8	-1,6	0,3	
2003	100,9	0,4	-1,3	2,1	-0,3	0,0	0,1	-0,6	
2003 III	101,0	0,2	-3,2	1,6	-0,2	-0,1	0,4	-0,7	
IV	101,4	0,7	-0,5	3,1	-0,4	-0,5	0,0	0,0	
2004 I	102,0	1,2	3,5	3,6	0,6	0,4	-0,7	0,5	
II	102,3	1,8	4,9	5,6	-0,1	1,4	0,0	1,1	
III	102,4	1,4	6,7	4,4	-0,6	1,0	-0,5	0,9	

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.580,8	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	7.082,3	6.895,9	4.040,4	1.444,8	1.428,1	-17,5	186,5	2.594,6	2.408,2
2003	7.265,3	7.104,9	4.160,0	1.500,4	1.439,5	5,0	160,4	2.584,9	2.424,5
2003 III	1.824,3	1.776,0	1.043,5	379,2	359,7	-6,4	48,3	650,8	602,5
IV	1.838,6	1.796,6	1.048,5	378,7	365,1	4,2	42,0	653,9	611,9
2004 I	1.859,6	1.812,8	1.060,3	381,5	367,4	3,7	46,8	665,0	618,2
II	1.880,2	1.833,3	1.066,7	386,4	372,5	7,8	46,9	690,6	643,7
III	1.891,4	1.856,8	1.074,2	387,1	377,5	18,0	34,6	705,0	670,4
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2003	100,0	97,8	57,3	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 III	0,5	0,1	0,3	0,7	0,4	-	-	2,6	1,4
IV	0,4	1,0	0,0	0,5	1,0	-	-	0,2	1,9
2004 I	0,7	0,3	0,7	0,1	-0,2	-	-	1,6	0,6
II	0,5	0,3	0,1	0,4	0,3	-	-	2,8	2,5
III	0,3	1,0	0,1	0,5	0,7	-	-	1,5	3,5
<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	2,0
2003 III	0,4	0,8	0,8	1,6	-0,2	-	-	0,2	1,4
IV	0,8	1,5	0,5	1,5	0,2	-	-	0,3	2,1
2004 I	1,4	1,2	1,0	1,7	1,0	-	-	3,8	3,3
II	2,1	1,6	1,1	1,7	1,5	-	-	7,4	6,6
III	1,8	2,6	0,9	1,5	1,8	-	-	6,2	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	0,1	-0,4	-	-
IV	0,8	1,4	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 I	1,4	1,1	0,6	0,3	0,2	0,0	0,3	-	-
II	2,1	1,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	-	-
III	1,8	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,7	-	-

Fuente: Eurostat.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 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	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.079,0	145,2	1.366,8	337,0	1.278,8	1.644,4	1.306,8	203,1	704,9
2001	6.342,7	150,5	1.405,8	351,5	1.349,0	1.719,7	1.366,1	211,8	716,4
2002	6.561,4	147,9	1.429,1	364,2	1.390,3	1.795,2	1.434,7	222,2	743,1
2003	6.730,0	150,8	1.436,1	375,7	1.419,0	1.866,7	1.481,8	229,9	765,2
2003 III	1.692,2	38,1	359,3	94,3	356,8	469,7	374,0	57,8	189,9
IV	1.701,5	38,5	362,3	95,7	357,9	473,5	373,6	57,4	194,5
2004 I	1.721,8	38,2	366,4	97,0	362,5	479,9	377,7	58,3	196,1
II	1.745,1	38,1	373,8	99,2	365,9	486,2	381,8	59,6	194,7
III	1.752,8	37,5	376,9	99,9	367,8	489,8	381,0	58,5	197,1
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2003	100,0	2,2	21,3	5,6	21,1	27,7	22,0	-	-
<i>precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 III	0,5	-0,8	0,9	-0,1	0,7	0,6	0,3	0,6	0,4
IV	0,3	1,3	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,9	0,8
2004 I	0,7	3,2	1,0	0,2	0,9	0,5	0,2	0,4	0,1
II	0,8	0,5	1,2	0,4	0,8	0,8	0,4	1,4	-2,0
III	0,1	1,0	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,3	-0,7	1,4
<i>tasas de variación intermensual</i>									
2000	3,8	-0,8	4,3	2,7	4,5	4,9	2,2	7,2	1,8
2001	1,9	-2,4	0,6	0,0	3,2	2,9	1,8	4,7	0,3
2002	1,0	0,6	0,2	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,3
2003	0,5	-3,8	0,0	-0,4	0,5	1,4	0,6	1,5	1,0
2003 III	0,4	-5,5	-0,5	-0,2	0,7	1,7	0,4	1,6	0,8
IV	0,7	-2,2	0,8	-0,3	0,4	1,3	0,8	0,0	1,2
2004 I	1,3	2,2	1,2	0,4	1,5	1,6	1,0	0,2	2,1
II	2,3	4,3	3,7	0,4	2,3	2,1	1,4	1,5	-0,7
III	1,9	6,2	2,8	0,2	1,9	1,4	1,4	0,2	0,3
<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	1,3	0,5	-	-
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,8	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	-	-
2003 III	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,1	-	-
IV	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004 I	1,3	0,1	0,3	0,0	0,3	0,4	0,2	-	-
II	2,3	0,1	0,8	0,0	0,5	0,6	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	5,0	100,1	5,2	5,2	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,6	100,5	0,4	0,1	-0,7	1,7	0,3	-2,1	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	0,8	-0,8
2003	0,3	100,2	0,3	0,0	0,3	0,0	-0,5	-4,4	0,2	3,0	0,0	0,0
2003 IV	1,4	101,3	1,4	1,4	1,5	1,9	0,0	-1,4	0,2	2,7	0,5	1,4
2004 I	1,4	101,3	1,0	1,0	0,7	0,7	0,5	1,1	0,3	2,0	1,3	0,9
II	3,2	102,3	3,1	3,2	2,7	4,9	1,5	3,1	1,2	2,8	-0,1	3,3
III	2,9	102,6	2,8	2,9	3,0	5,2	0,6	-0,7	0,8	2,1	-0,3	3,0
2004 May	4,2	102,5	3,8	3,9	3,2	5,7	2,4	5,2	1,9	3,8	-0,1	4,1
Jun	3,5	102,4	3,5	3,6	3,0	6,4	1,2	1,7	1,1	2,5	0,6	3,8
Jul	2,7	102,7	2,6	2,8	3,5	4,0	0,3	0,5	0,2	1,3	0,8	2,9
Ago	3,2	102,1	2,0	2,2	2,1	4,9	0,6	-1,0	0,8	1,1	1,2	2,5
Sep	2,8	102,8	3,6	3,5	3,2	6,4	0,8	-1,6	1,3	4,0	-2,8	3,6
Oct	.	102,3	1,2	1,0	1,2	4,3	-1,0	-3,3	-0,6	-0,9	.	1,1
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 May	0,8	-	0,5	0,5	0,0	1,0	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,6
Jun	-0,5	-	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,1	0,8	-0,1
Jul	0,5	-	0,3	0,5	1,0	0,2	0,3	1,0	0,2	-0,3	0,6	0,4
Ago	-0,1	-	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,6	-1,5	-0,7
Sep	-0,2	-	0,8	0,7	0,2	1,2	0,1	0,3	0,1	0,0	-2,0	0,6
Oct	.	-	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,6	-0,9	.	-0,7

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	12,3	100,0	10,8	4,1	100,0	2,1	1,9	2,0	1,0	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,6	102,1	1,9	4,0	101,6	1,6	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	98,6	0,7	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,2	-0,3	-2,7	0,3	912	-1,5
2003 IV	101,7	4,5	102,0	0,5	1,5	102,0	0,0	0,5	-0,3	-3,4	0,6	918	-2,5
2004 I	101,5	4,6	103,8	2,5	1,1	102,4	0,5	0,5	0,4	-1,8	2,2	911	0,9
II	108,2	12,3	105,9	6,3	1,1	102,3	0,1	-0,3	0,3	-0,3	2,4	928	3,0
III	105,8	7,9	106,5	5,7	1,0	102,0	0,1	-0,8	0,7	0,8	1,8	904	-3,5
2004 Jun	106,5	13,1	108,5	11,2	1,6	102,9	1,2	0,8	1,6	1,3	3,7	929	0,6
Jul	105,8	5,5	106,0	2,4	1,2	102,6	0,6	0,4	0,8	1,1	2,3	912	-1,8
Ago	105,0	10,8	105,3	9,5	1,6	101,8	0,0	-1,8	1,2	2,0	2,0	873	-9,5
Sep	106,7	8,0	108,2	6,2	0,5	101,7	-0,3	-0,8	0,1	-0,7	1,3	928	-0,6
Oct	106,6	0,3	104,6	1,6	0,1	102,1	-0,6	-0,8	-0,5	-1,8	0,7	949	3,9
Nov	.	.	.	.	1,1	102,1	0,4	0,2	0,4	.	.	956	4,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2004 Jun	-	-5,9	-	5,6	1,2	-	1,8	1,4	1,9	4,1	1,5	-	0,3
Jul	-	-0,6	-	-2,2	-0,3	-	-0,3	0,2	-0,6	-0,1	-0,6	-	-1,9
Ago	-	-0,7	-	-0,7	-0,1	-	-0,8	-1,3	-0,5	-1,7	-0,6	-	-4,2
Sep	-	1,6	-	2,7	-0,4	-	-0,1	0,3	-0,1	-1,4	0,2	-	6,3
Oct	-	-0,1	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,3	0,1	1,2	-0,2	-	2,3
Nov	-	.	-	.	0,4	-	0,0	0,3	-0,3	.	.	-	0,7

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
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
2004	100,1	-5	-15	8	10	.	-14	-4	-14	30	-8
2003 IV	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,9	-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	100,7	-4	-12	8	9	81,6	-14	-4	-13	29	-8
IV	100,9	-3	-12	8	9	.	-13	-4	-13	29	-6
2004 Jul	100,0	-4	-12	8	8	81,6	-14	-4	-14	30	-9
Ago	101,0	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
Sep	101,1	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
Oct	101,4	-3	-11	7	10	81,7	-14	-4	-13	29	-8
Nov	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
Dic	100,3	-4	-12	8	8	-	-13	-3	-13	29	-6

	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
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
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2003 IV	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 I	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
II	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	12	6	11	17
III	-16	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	18
IV	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2004 Jul	-16	-25	-7	-9	-10	15	-1	12	8	12	16
Ago	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	13	9	12	17
Sep	-16	-22	-9	-9	-11	16	0	12	6	9	20
Oct	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	13	9	12	17
Nov	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
Dic	-14	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	13

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	131,417	2,2	2,5	0,5	-1,5	0,6	1,9	3,0	5,9	1,6
2001	133,184	1,3	1,6	0,2	-0,5	0,3	0,5	1,4	3,8	1,3
2002	133,960	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,211	0,2	0,2	0,1	-2,3	-2,0	0,0	0,5	1,3	1,2
2003 III	134,143	0,2	0,2	0,2	-2,1	-2,1	0,0	0,8	1,2	1,1
IV	134,105	0,1	0,1	0,4	-1,5	-2,2	0,1	1,0	1,1	0,7
2004 I	134,244	0,2	0,0	1,2	-1,4	-2,4	-0,2	1,1	2,3	0,4
II	134,477	0,3	0,1	1,2	-0,5	-1,8	0,7	0,8	2,2	0,2
III	134,676	0,4	0,2	1,5	-0,2	-1,5	1,6	0,5	2,0	0,4
	<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>									
2003 III	0,047	0,0	-0,1	0,7	-0,2	-0,5	-0,4	0,4	0,7	-0,1
IV	-0,038	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,7	0,0	0,1	0,4	0,1
2004 I	0,139	0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	1,0	0,1
II	0,233	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,1	1,2	0,2	0,0	0,2
III	0,199	0,1	0,0	0,8	0,0	-0,2	-0,3	0,4	0,5	0,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,2		21,8		50,2		49,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,644	8,5	8,906	7,3	2,738	16,8	5,517	7,0	6,127	10,4
2001	11,126	8,0	8,570	7,0	2,557	15,8	5,358	6,8	5,768	9,7
2002	11,851	8,4	9,215	7,4	2,636	16,4	5,860	7,3	5,991	9,9
2003	12,589	8,9	9,847	7,8	2,742	17,2	6,310	7,9	6,279	10,2
2003 III	12,628	8,9	9,880	7,9	2,748	17,3	6,334	7,9	6,294	10,2
IV	12,674	8,9	9,960	7,9	2,714	17,2	6,339	7,9	6,335	10,3
2004 I	12,743	9,0	10,047	8,0	2,696	17,0	6,337	7,9	6,406	10,3
II	12,617	8,9	9,878	7,8	2,739	17,3	6,347	7,9	6,270	10,1
III	12,657	8,9	9,913	7,8	2,744	17,3	6,369	7,9	6,288	10,1
2004 Jun	12,630	8,9	9,893	7,8	2,737	17,2	6,353	7,9	6,277	10,1
Jul	12,636	8,9	9,904	7,8	2,732	17,2	6,355	7,9	6,280	10,1
Ago	12,666	8,9	9,918	7,8	2,748	17,3	6,372	7,9	6,294	10,1
Sep	12,669	8,9	9,918	7,8	2,751	17,3	6,379	7,9	6,290	10,1
Oct	12,635	8,9	9,888	7,8	2,748	17,3	6,370	7,9	6,265	10,1
Nov	12,645	8,9	9,890	7,8	2,754	17,3	6,374	7,9	6,271	10,1

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⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹¹⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	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	51,4	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	45,4
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	2,0	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	39,2
II	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
III	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
IV	51,1	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,8	1,1	0,3	45,3
2004 I	42,2	41,7	9,8	13,0	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
II	45,7	45,1	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
III	43,5	43,2	11,0	12,8	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	39,9

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

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

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

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financia- ción frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-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	6,5	25,0	5,0	-5,7	-17,8	3,8	10,3	4,3	5,9	16,9	-2,6	-19,7	3,8	-14,6
2003 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	5,1	1,8	-0,2	-6,3	1,1	1,4	10,0	5,1	41,4	3,2	-38,9	-0,7	-11,5
Oct	1,1	8,1	1,7	-3,0	-5,6	0,6	1,8	-22,0	-9,7	5,9	-2,9	-16,4	0,9	20,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Oct	38,9	111,1	18,7	-35,0	-56,0	18,4	57,2	-52,5	-51,0	15,2	-5,1	-35,7	24,1	-4,8

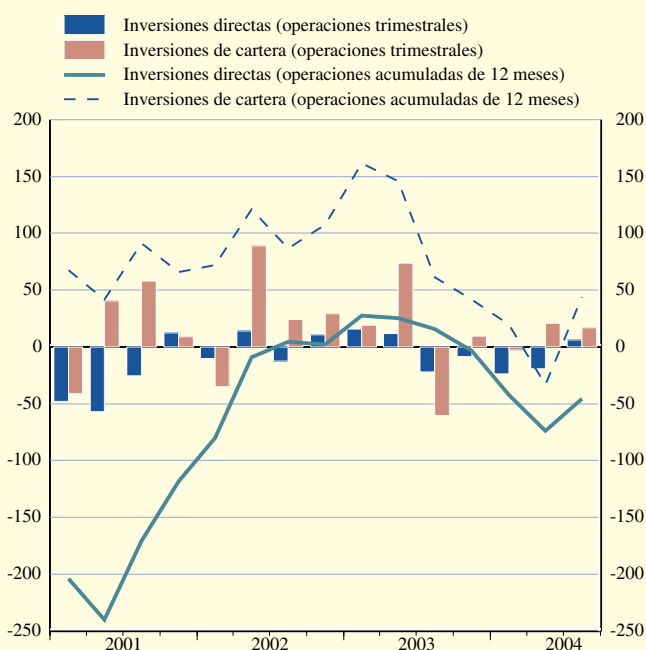
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

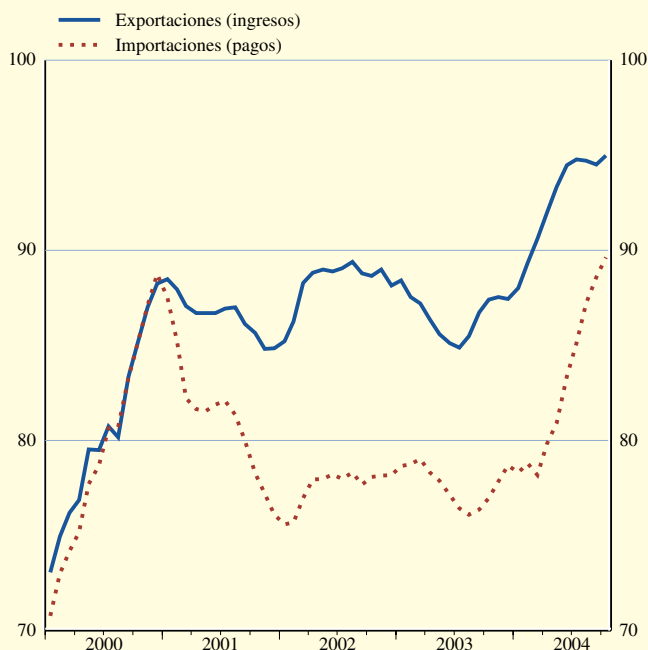
2. Cuenta corriente

(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	413,1	5,8	260,2	229,1	81,3	78,2	58,0	68,6	19,3	37,0
IV	422,4	412,5	9,9	262,4	236,1	83,2	78,1	55,8	66,2	20,9	32,1
2004 I	435,4	418,5	16,8	271,8	234,5	84,0	79,6	59,4	68,7	20,2	35,7
II	451,0	433,6	17,4	283,5	250,2	87,3	81,7	59,7	69,1	20,5	32,6
III	445,9	446,8	-0,9	283,5	265,7	84,1	80,4	58,8	65,8	19,5	35,0
2003 Oct	139,9	134,6	5,2	87,7	77,6	27,8	26,1	18,1	22,1	6,3	8,8
Nov	141,0	139,1	1,8	87,2	78,9	28,0	27,0	18,9	21,2	6,8	12,1
Dic	141,5	138,7	2,8	87,4	79,6	27,5	25,0	18,8	22,8	7,9	11,2
2004 Ene	142,5	137,4	5,2	89,4	76,5	27,2	25,8	19,1	23,2	6,9	11,9
Feb	146,7	141,7	5,0	91,4	80,3	29,3	27,5	19,8	22,1	6,3	11,8
Mar	146,1	139,4	6,6	91,1	77,7	27,6	26,3	20,5	23,5	6,9	12,0
Abr	149,6	141,7	7,9	93,5	81,5	28,5	27,0	21,1	23,7	6,6	9,5
May	150,7	144,9	5,8	95,4	83,6	29,8	27,3	18,8	22,5	6,8	11,5
Jun	150,6	147,0	3,6	94,6	85,1	29,0	27,5	19,9	22,9	7,2	11,5
Jul	147,0	146,4	0,6	94,4	86,7	27,0	26,5	19,5	21,6	6,2	11,6
Ago	150,1	149,3	0,7	95,1	89,9	28,3	26,2	19,6	21,3	7,0	12,0
Sep	148,9	151,1	-2,2	94,0	89,2	28,8	27,7	19,7	22,9	6,4	11,4
Oct	151,0	150,1	0,9	95,8	89,8	28,0	26,4	20,9	22,9	6,3	11,0

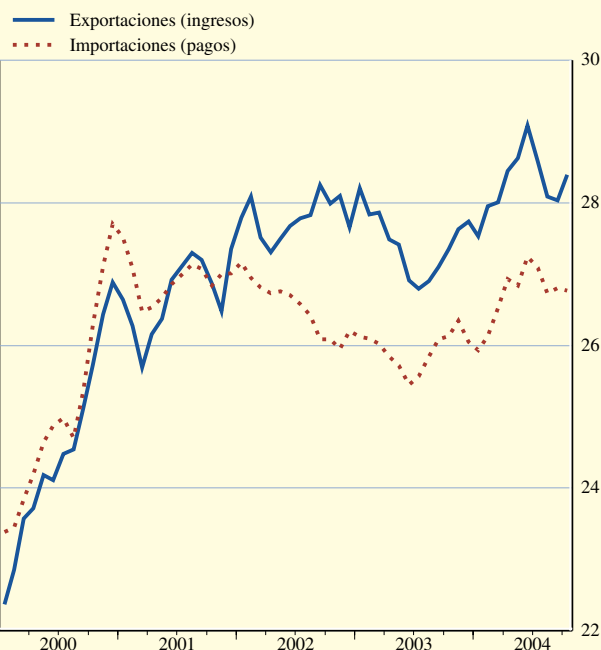
C29 Bienes

(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	442,3	435,8	6,5	280,7	255,8	90,1	85,1	56,1	61,7	15,4	33,2	5,2	1,4
2003 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	149,9	149,5	0,3	96,0	91,0	29,8	28,0	19,3	19,5	4,8	11,1	1,6	0,5
Oct	151,6	150,4	1,1	100,2	92,1	28,5	26,9	18,7	21,7	4,2	9,8	1,0	0,4

4. Cuenta de rentas

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas					
					Ingresos	Pagos	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones	
							Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	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										Ingresos	Pagos
	Inversiones de cartera						Otras inversiones					
	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos	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	21,9	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	24,3	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	-17,4	-0,4	-16,9	11,0	0,0	11,0	12,2	10,4	0,5	10,0	1,8	-0,1	1,9
2003 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	-4,2	-1,8	-0,9	-0,9	-2,4	0,0	-2,4	9,3	6,5	0,2	6,3	2,9	0,0	2,9
Oct	-22,2	-15,8	0,1	-15,9	-6,4	0,0	-6,4	12,5	4,7	0,2	4,6	7,8	0,0	7,8

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	-61,2	78,1	0,8	36,4	-62,0	-40,3	-21,7	41,7	49,2	-7,6
2003 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	3,3	38,0	14,5	12,1	-11,2	-13,8	2,6	25,9	37,7	-11,8
Oct	-27,1	33,0	-6,2	16,4	-20,9	-18,3	-2,6	16,7	14,5	2,2

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	3,6	.	.	0,6	-25,7	-15,2	.	.	-0,1	-12,8	-8,7	.	.
2003 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	4,1	-	-	0,6	1,4	-15,8	-	-	-0,2	7,9	-5,1	-	-
Oct	0,0	-2,9	-3,3	-	-	0,3	-13,6	-4,9	-	-	-0,1	1,2	-3,7	-	-

8. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
															Efectivo y depósitos	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	-21,1	1,4	-1,2	3,3	0,0	-0,4	2,5	-24,2	7,4	-3,1	-0,2	-21,1	7,5	4,3	2,9	-11,8
2003 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	-43,3	4,4	-0,7	1,5	0,8	0,6	2,9	-39,8	1,1	-4,7	3,0	-35,1	-1,9	-3,6	-2,1	-1,0
Oct	-16,4	0,0	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-8,6	-3,2	-0,6

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.

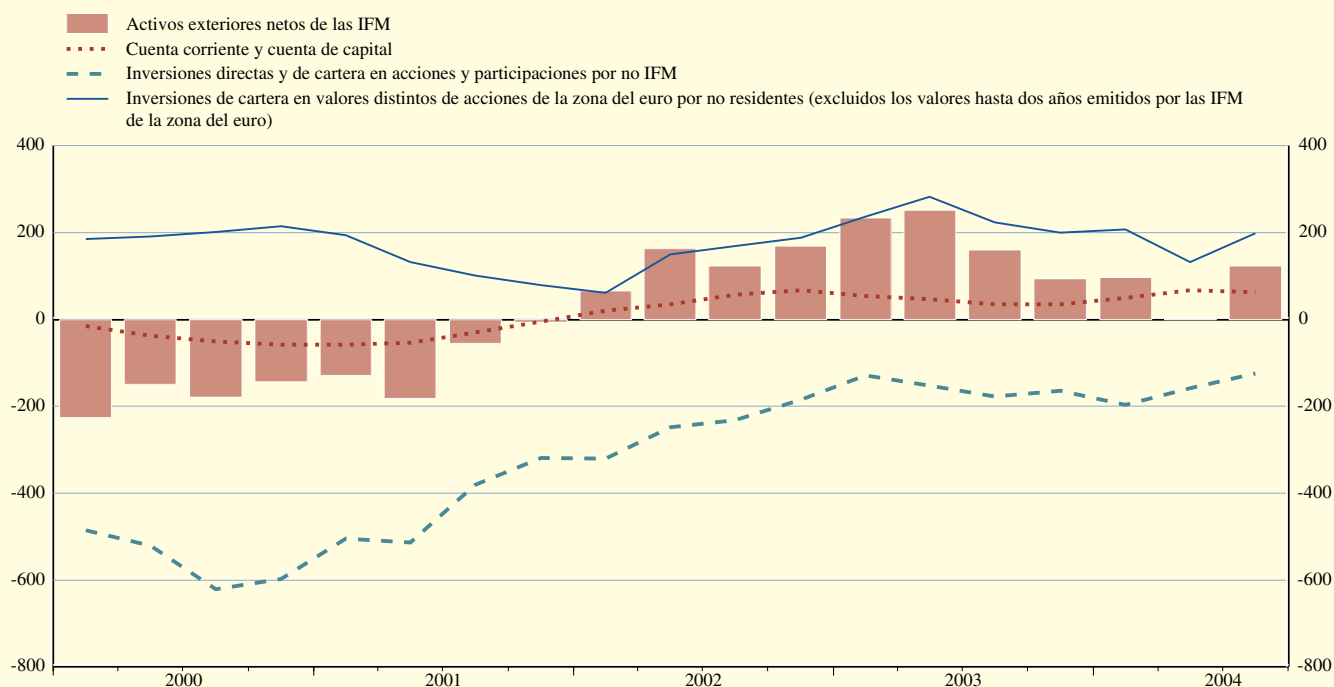
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 participaciones 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	-6,9
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	188,6	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	153,8	169,4
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,7	200,8	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	82,2	93,8
2003 III	14,2	-34,5	14,4	-49,2	29,7	-13,4	2,0	-16,1	-4,5	-1,6	-59,1	-56,4
IV	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,5	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,5	20,6
2004 I	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,4	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,2	37,2
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	10,3	-5,9	12,3	-20,3	35,5	53,1	4,3	-9,2	-2,6	-14,6	62,7	64,4
2003 Oct	8,2	-13,4	6,9	-21,9	17,6	39,9	-11,8	-3,6	1,8	-11,5	12,1	11,5
Nov	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,9	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,6	18,4
Dic	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,3	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,2	-9,3
2004 Ene	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,6	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,6	22,0
Feb	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,5
Mar	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,3	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	6,7
Abr	1,0	-15,6	11,2	-7,2	-22,6	28,9	-2,2	-8,3	0,5	22,3	8,0	6,3
May	4,8	-4,4	3,5	-6,3	3,8	8,8	-6,7	-9,9	-1,0	-14,3	-21,8	-20,3
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	-4,5	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,1	-0,8
Ago	4,9	9,3	-0,3	-10,3	15,4	22,5	-3,1	8,2	-5,0	-11,2	30,5	30,1
Sep	1,4	-3,3	9,3	-16,8	15,6	35,0	-2,8	1,8	3,2	-11,5	32,0	35,1
Oct	1,8	-22,3	12,5	-11,9	15,0	13,6	-6,6	-0,3	-2,9	20,3	19,2	19,7
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2004 Oct	57,2	-98,9	57,4	-123,4	76,9	172,1	-40,7	15,0	-5,1	-4,8	105,8	131,0

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					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	220,7	743,6	122,7
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,1	578,8	178,8	228,4	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,3	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,4	0,4	1.056,8	500,1	222,4	299,8	922,9	986,7	553,3	163,9	240,5	714,1	109,0
2003 II	-5,8	-2,6	257,0	122,8	53,0	72,6	225,6	243,6	135,7	40,3	59,8	178,3	25,3
III	-2,2	-1,0	264,9	125,7	56,4	75,4	232,7	243,5	135,5	39,9	60,3	176,6	26,8
IV	-0,6	1,3	269,5	125,5	57,5	76,2	232,6	249,9	138,9	42,0	61,5	180,3	27,0
2004 I	4,9	0,1	277,3	130,4	58,4	75,7	240,9	250,7	137,7	41,4	62,1	182,3	26,3
II	11,9	8,8	286,1	134,1	59,4	78,5	245,3	262,4	145,7	44,2	62,0	186,0	29,3
III	8,5	13,8	287,9	136,1	60,2	77,9	249,0	276,1	154,3	44,0	63,4	193,3	35,9
2004 May	8,8	5,7	94,7	44,2	19,5	25,9	80,3	86,2	47,8	14,5	20,4	61,5	9,6
Jun	16,3	15,3	95,6	44,8	19,7	26,5	81,7	88,9	50,0	14,5	20,6	62,0	10,8
Jul	7,6	8,8	95,8	45,3	20,1	25,8	83,2	90,4	50,2	14,1	20,7	63,9	10,9
Ago	12,9	19,9	96,3	45,9	20,0	26,2	82,8	94,0	52,4	15,0	21,5	64,7	12,3
Sep	5,7	13,5	95,8	45,0	20,1	25,9	83,0	91,6	51,7	14,9	21,2	64,8	12,7
Oct	2,6	6,9	95,4	45,1	20,4	25,9	82,2	92,5	50,5	15,5	22,1	65,4	11,7
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2000	12,4	6,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	100,0	99,9
2001	5,1	-0,8	105,0	102,0	108,4	107,8	105,5	98,9	99,3	96,4	100,6	97,9	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,4	101,4
2003	0,9	3,6	108,9	105,7	107,8	114,7	109,1	101,7	100,4	95,1	110,3	99,9	104,8
2003 II	-2,0	2,8	106,1	104,1	102,8	111,5	106,8	101,7	100,5	94,2	109,9	100,1	104,7
III	0,7	2,3	109,5	106,8	110,0	115,7	110,4	101,2	99,8	92,8	111,1	99,4	109,0
IV	2,8	5,3	112,0	107,2	112,0	117,2	111,1	103,9	101,9	97,7	113,5	101,7	106,5
2004 I	7,9	4,7	115,9	111,7	115,1	116,8	115,6	104,8	101,0	98,2	115,8	103,4	102,4
II	11,5	5,5	117,7	113,3	115,7	119,4	116,2	106,2	101,8	103,8	115,2	104,1	101,3
III	7,4	7,8	117,8	114,1	116,9	118,8	117,7	108,7	102,9	103,3	117,0	107,2	112,5
2004 May	8,8	1,7	117,0	112,2	114,1	117,8	114,4	105,0	100,2	102,7	113,9	103,5	101,7
Jun	14,6	9,3	117,4	113,0	115,0	120,5	115,4	106,1	102,7	101,1	114,0	103,3	105,2
Jul	6,3	2,5	117,4	113,8	117,5	117,6	117,7	106,9	101,5	97,9	113,4	105,5	107,0
Ago	11,0	13,7	117,8	114,7	115,7	120,1	116,9	111,1	104,4	106,3	119,1	107,8	113,6
Sep	5,6	8,1	118,2	114,0	117,4	118,7	118,4	108,0	102,8	105,5	118,7	108,5	116,9
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,5	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,3	98,8	96,1	85,0
2003 II	-3,9	-5,2	96,7	95,8	95,3	99,1	96,6	93,6	91,4	93,6	98,7	95,8	78,6
III	-3,0	-3,3	96,6	95,6	94,8	99,2	96,3	94,0	92,0	94,0	98,4	95,6	80,1
IV	-3,3	-3,8	96,0	95,1	95,0	99,0	95,6	93,9	92,3	94,0	98,2	95,3	82,5
2004 I	-2,8	-4,4	95,5	94,8	93,9	98,7	95,2	93,5	92,3	92,2	97,1	94,8	83,6
II	0,3	3,1	97,0	96,1	94,9	100,2	96,5	96,5	96,9	93,3	97,6	96,1	94,2
III	1,0	5,5	97,6	96,9	95,3	99,8	96,7	99,3	101,5	93,3	98,2	97,0	103,9
2004 May	0,0	4,0	96,9	96,1	94,9	100,3	96,2	96,3	96,9	92,7	97,3	96,0	92,6
Jun	1,5	5,5	97,5	96,7	94,9	100,6	97,0	98,2	98,9	93,9	98,3	96,8	100,5
Jul	1,2	6,1	97,7	97,0	94,9	100,2	96,9	99,1	100,5	94,7	99,3	97,8	99,8
Ago	1,8	5,4	97,9	97,5	96,0	99,8	97,2	99,3	102,0	92,6	98,1	96,8	105,5
Sep	0,1	5,1	97,1	96,2	95,1	99,6	96,2	99,4	102,1	92,6	97,2	96,3	106,3
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	34,5	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	193,4	38,5	24,7	117,5	63,3	166,4	31,3	170,5	59,4	37,9	153,8
2003 II	257,0	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,3
III	264,9	48,1	9,7	6,2	30,4	15,3	41,6	7,8	43,4	15,2	9,1	38,1
IV	269,5	49,0	9,8	6,1	29,5	15,9	41,5	8,1	43,1	15,0	8,9	42,6
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
II	286,1	50,3	10,3	6,3	31,5	16,2	43,9	8,0	47,1	16,2	9,8	46,4
III	287,9	51,4	10,4	6,4	31,2	17,1	43,3	8,4	48,5	17,1	10,2	44,0
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
Jun	95,6	16,9	3,4	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,8
Jul	95,8	17,3	3,5	2,1	10,1	5,9	14,5	2,8	16,8	5,5	3,4	13,9
Ago	96,3	16,9	3,5	2,1	10,5	5,6	14,5	2,8	16,1	5,9	3,4	15,1
Sep	95,8	17,2	3,5	2,1	10,5	5,6	14,3	2,8	15,6	5,7	3,5	15,0
Oct	95,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,3	3,6	2,3	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	133,2
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	986,7	137,8	36,7	23,6	102,1	50,4	110,4	52,1	216,0	69,0	39,6	149,1
2003 II	243,6	34,3	9,1	5,9	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,6	35,5
III	243,5	33,7	9,1	5,7	25,4	12,3	27,2	12,6	53,2	17,0	9,7	37,4
IV	249,9	34,1	9,3	5,9	26,8	12,4	26,6	12,9	56,4	16,5	10,5	38,4
2004 I	250,7	33,6	9,4	6,0	27,0	12,7	26,2	13,4	55,5	16,5	10,7	39,8
II	262,4	34,3	9,8	5,8	26,2	13,2	29,9	12,8	63,1	16,9	10,8	39,5
III	276,1	37,2	10,1	6,1	26,9	13,6	28,6	13,6	66,6	18,9	11,4	43,0
2004 May	86,2	11,4	3,3	1,9	8,5	4,4	9,8	4,2	20,8	5,6	3,5	12,8
Jun	88,9	11,8	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,8	6,2	3,6	13,9
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
Ago	94,0	12,7	3,4	2,0	9,1	4,5	9,6	4,6	23,0	6,4	3,8	15,0
Sep	91,6	12,2	3,4	2,1	9,1	4,6	9,5	4,4	22,0	6,3	3,9	14,1
Oct	92,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,4	10,3	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	-63,4	-17,3	6,7	-8,0
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	99,1	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,7
2003	70,1	55,6	1,8	1,2	15,4	12,9	56,1	-20,8	-45,5	-9,5	-1,7	4,7
2003 II	13,5	12,7	0,4	0,2	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,4	-0,1	0,7
III	21,4	14,4	0,6	0,5	4,9	2,9	14,3	-4,8	-9,8	-1,8	-0,6	0,7
IV	19,6	14,9	0,5	0,2	2,7	3,5	14,9	-4,9	-13,3	-1,5	-1,6	4,2
2004 I	26,6	15,5	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-5,0	-8,9	-1,3	-1,1	3,3
II	23,7	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,0	-4,8	-16,0	-0,8	-1,0	6,9
III	11,9	14,2	0,3	0,2	4,2	3,5	14,7	-5,2	-18,1	-1,8	-1,2	1,0
2004 May	8,5	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,3	-0,7	-0,1	3,1
Jun	6,7	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-6,0	-0,5	-0,4	1,9
Jul	5,4	5,0	0,1	0,1	1,4	1,4	5,0	-1,8	-4,8	-0,6	-0,4	-0,1
Ago	2,3	4,2	0,1	0,1	1,4	1,1	4,9	-1,8	-7,0	-0,5	-0,4	0,1
Sep	4,2	4,9	0,1	0,0	1,4	1,0	4,8	-1,7	-6,4	-0,6	-0,4	0,9
Oct	2,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.4 Posición de inversión internacional

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

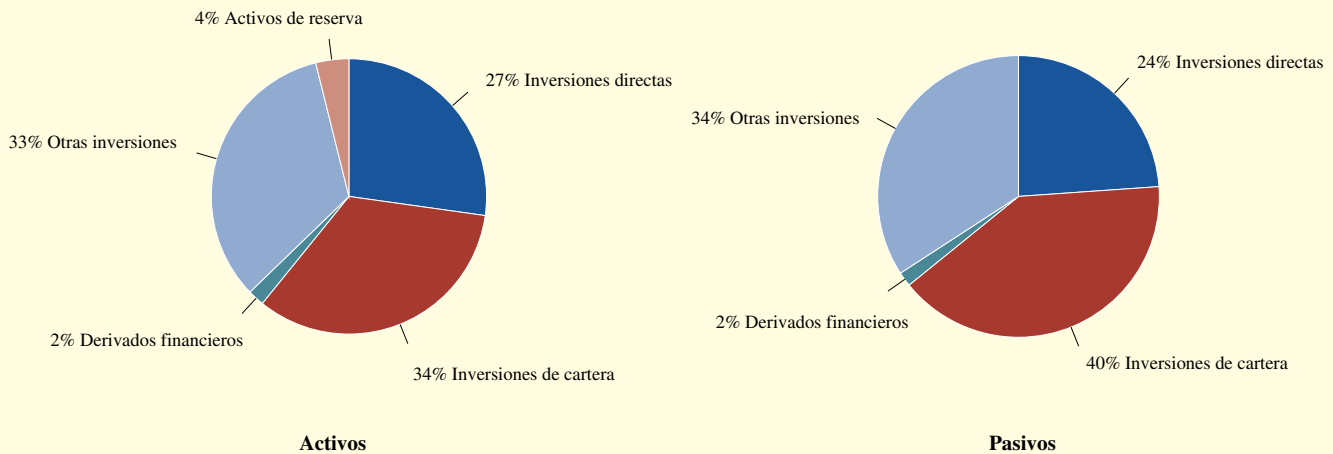
1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	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	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	
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	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
													Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	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		
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	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		
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	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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
2003 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Oct	294,2	131,0	391,961	4,2	20,1	138,9	8,7	31,3	98,9	-	-	-	0,1	0,0	19,2	-11,0
2004 Nov	291,6	133,4	391,219	4,1	19,4	134,7	9,8	28,0	96,8	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-11,5
de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo																
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 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
2003 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Nov	36,5	8,4	24,656	0,2	0,0	27,9	2,2	5,5	20,2	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-0,8

Fuente: BCE.

TIPOS DE CAMBIO

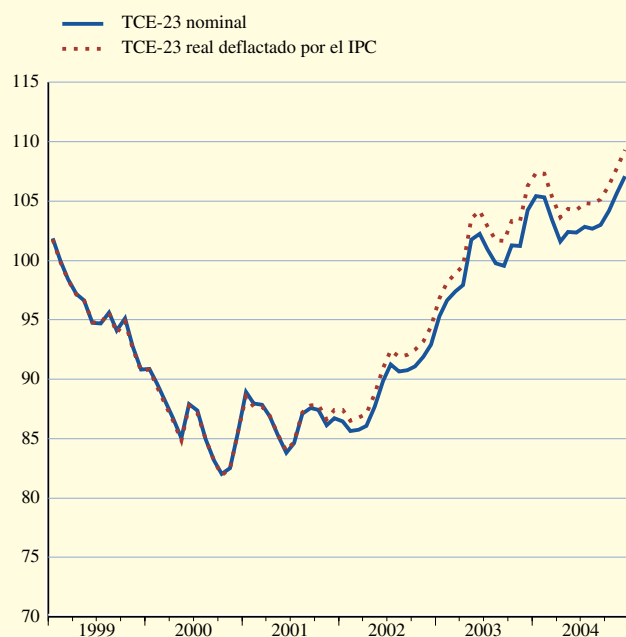
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(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	
2002	89,2	90,4	91,9	90,4	88,1	88,5	94,8	90,9	
2003	99,9	101,7	102,2	101,7	99,5	99,5	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,3	.	.	.	111,0	105,3	
2003 IV	102,2	104,3	104,1	104,5	102,2	101,5	109,1	103,9	
2004 I	104,7	106,7	106,4	106,9	104,6	104,2	111,6	106,1	
II	102,1	104,1	103,6	104,7	101,7	101,1	109,2	103,7	
III	102,8	104,9	104,4	105,3	101,4	101,7	110,1	104,5	
IV	105,7	107,8	106,7	.	.	.	113,0	107,1	
2003 Dic	104,2	106,3	105,9	-	-	-	111,2	105,9	
2004 Ene	105,4	107,4	107,0	-	-	-	112,5	106,8	
Feb	105,3	107,3	106,9	-	-	-	112,3	106,7	
Mar	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,6	
Abr	101,6	103,6	103,2	-	-	-	108,3	102,9	
May	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,0	
Jun	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0	
Jul	102,8	104,9	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	105,5	-	-	-	111,5	105,8	
Nov	105,6	107,7	106,6	-	-	-	113,1	107,2	
Dic	107,1	109,3	108,0	-	-	-	114,4	108,4	
				% de variación sobre mes anterior					
2004 Dic	1,4	1,4	1,3	-	-	-	1,2	1,1	
				% variación sobre año anterior					
2004 Dic	2,8	2,8	2,0	-	-	-	2,9	2,3	

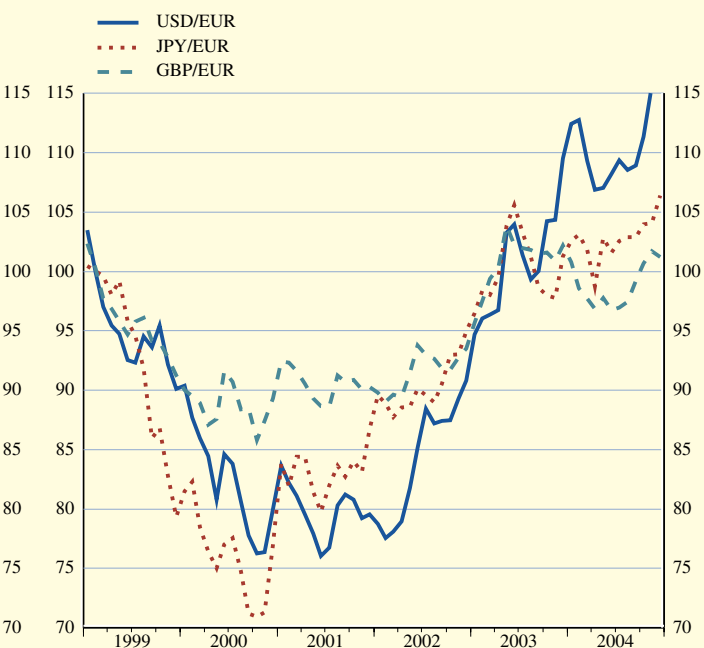
C33 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estado-unidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozelandés	Rand sud-africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
2004	1,2439	0,67866	134,44	1,5438	9,1243	1.422,62	9,6881	7,4399	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905	87,14	1,8731	8,0092
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
II	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
III	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1.411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
IV	1,2977	0,69507	137,11	1,5335	9,0128	1.415,11	10,0964	7,4343	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132	86,19	1,8526	7,8379
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
Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1.381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
May	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
Jun	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
Jul	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
Ago	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
Sep	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
Oct	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1.426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
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
Dic	1,3408	0,69500	139,14	1,5364	8,9819	1.408,77	10,4264	7,4338	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462	83,99	1,8737	7,6847
	% variación sobre mes anterior														
2004 Dic	3,2	-0,5	2,2	1,0	-0,2	-0,2	3,2	0,0	2,6	5,1	1,0	3,5	-3,6	1,1	-2,2
	% variación sobre año anterior														
2004 Dic	9,1	-1,0	5,1	-1,2	-0,5	-3,8	9,3	-0,1	4,7	1,3	-0,3	5,0	-6,3	-1,3	-3,9

	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
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	0,58400	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
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6652	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40,510	1,777.052
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
II	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1,759.532
III	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1,807.510
IV	0,57769	31,125	15,6466	245,94	3,4528	0,6801	0,4314	4,2342	239,8298	39,454	1,9559	39,839	1,871.592
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
Feb	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1,682.658
Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1,620.374
Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1,637.423
May	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1,818.487
Jun	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1,814.266
Jul	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1,784.116
Ago	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1,799.918
Sep	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1,838.497
Oct	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41,082	1,860.247
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
Dic	0,57909	30,636	15,6466	245,80	3,4528	0,6900	0,4325	4,1354	239,7987	38,872	1,9559	38,696	1,870.690
	% variación sobre mes anterior												
2004 Dic	0,2	-2,1	0,0	0,2	0,0	1,4	0,1	-2,9	0,0	-1,7	0,0	-2,9	-0,7
	% variación sobre año anterior												
2004 Dic	-0,9	-5,2	0,0	-7,2	0,0	4,1	0,5	-11,2	1,3	-5,5	0,1	-4,6	6,2

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													
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	2,6	.	3,0	.	.	.	.	2,7	.	3,6	.	.	.
2004 II	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
2004 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 IV	2,7	.	4,4	.	.	.	.	2,2	.	3,5	.	.	.
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Nov	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
2004 Dic	2,5	.	4,8	.	.	.	.	1,9	.	3,3	.	.	.
Déficit (-)/ superavit (+) 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 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Oct	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
2004 Nov	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 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
2004 Nov	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
PIB real													
2002	1,5	1,0	7,2	2,1	6,4	6,8	3,5	2,6	1,3	3,3	4,6	2,0	1,8
2003	3,7	0,4	5,1	1,9	7,5	9,7	3,0	-0,3	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004 I	3,5	1,7	7,1	3,5	8,8	6,7	4,0	2,1	6,9	3,9	5,4	2,7	3,0
2004 II	3,9	2,4	5,8	4,1	7,7	7,4	4,2	-1,6	6,1	4,7	5,5	3,4	3,5
2004 III	3,6	1,9	5,9	3,5	9,1	6,1	4,0	1,4	4,8	4,9	5,3	3,7	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	0,5	-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	-5,5	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 I	-2,3	3,0	-11,5	-12,6	-8,5	-8,7	-9,8	-8,3	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
2004 II	-5,2	3,6	-17,9	-11,1	-16,7	-10,7	-9,0	-4,7	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
2004 III	-7,2	2,2	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	.	8,8	-2,6
Costes laborales unitarios													
2002	6,0	1,8	4,1	-	0,3	-1,2	8,9	-	-2,0	6,0	4,1	0,9	3,3
2003	3,3	2,2	4,6	-	4,1	1,5	7,0	-	.	4,8	3,7	0,6	.
2004 I	.	1,5	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 II	.	1,0	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 III	.	1,8	5,2	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
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	.	.	.	5,0	.	10,7	.	.	.	.	.	.	.
2004 II	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,1	5,8	7,4	18,9	6,1	18,5	6,4	4,7
2004 III	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,9	6,4	4,5
2004 IV	.	.	.	5,3	.	9,7	.	.	.	.	.	.	.
2004 Ago	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,0	18,7	5,9	17,9	6,2	4,5
2004 Sep	8,4	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,8	6,6	4,5
2004 Oct	8,4	5,2	8,5	5,1	9,7	10,0	6,0	7,0	18,5	5,9	17,6	6,2	.
2004 Nov	8,4	5,2	8,4	5,2	9,7	9,6	6,1	.	18,4	5,8	17,3	6,4	.
2004 Dic	.	.	.	5,5	.	9,4	.	.	.	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

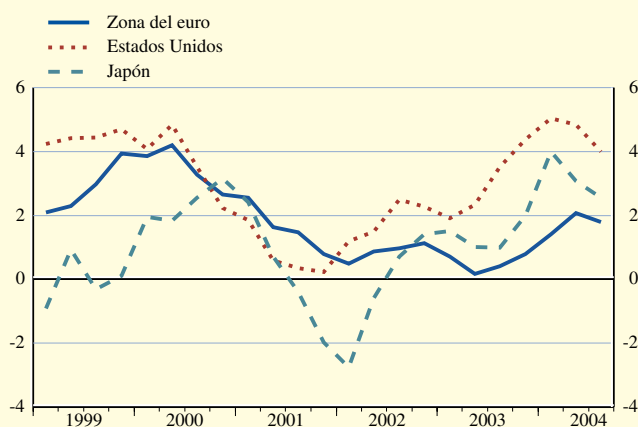
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) 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											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,2	3,0	0,0	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2004	.	.	.	.	5,5	.	1,62	4,26	1,2439	.	.
2003 IV	1,9	3,5	4,4	1,6	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 I	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,7	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
II	2,9	-2,0	4,8	5,6	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,0
III	2,7	-1,4	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
IV	.	.	.	.	5,4	.	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 Ago	2,7	.	.	6,2	5,4	4,6	1,73	4,27	1,2176	.	.
Sep	2,5	.	.	4,8	5,4	5,2	1,90	4,13	1,2218	.	.
Oct	3,2	.	.	5,3	5,5	5,3	2,08	4,08	1,2490	.	.
Nov	3,5	.	.	4,4	5,4	5,7	2,31	4,19	1,2991	.	.
Dic	.	.	.	.	5,4	.	2,50	4,23	1,3408	.	.
Japón											
2001	-0,7	4,4	0,2	-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	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2004	.	.	.	.	.	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2003 IV	-0,3	-4,3	2,0	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	4,0	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	-6,7	3,1	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	-0,1	-5,9	2,6	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	.	.	.	.	.	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 Ago	-0,2	-8,5	.	9,8	4,8	1,8	0,05	1,63	134,54	.	.
Sep	0,0	-3,8	.	4,1	4,6	2,0	0,05	1,50	134,51	.	.
Oct	0,5	0,7	.	-0,8	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	.	.
Nov	0,8	.	.	4,3	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	.	.
Dic	.	.	.	.	.	2,1	0,05	1,40	139,14	.	.

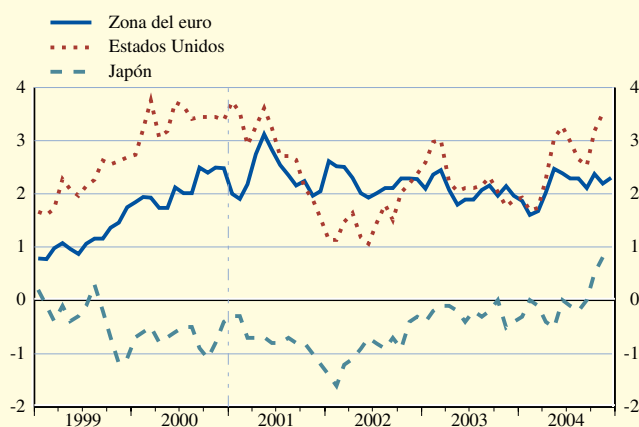
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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

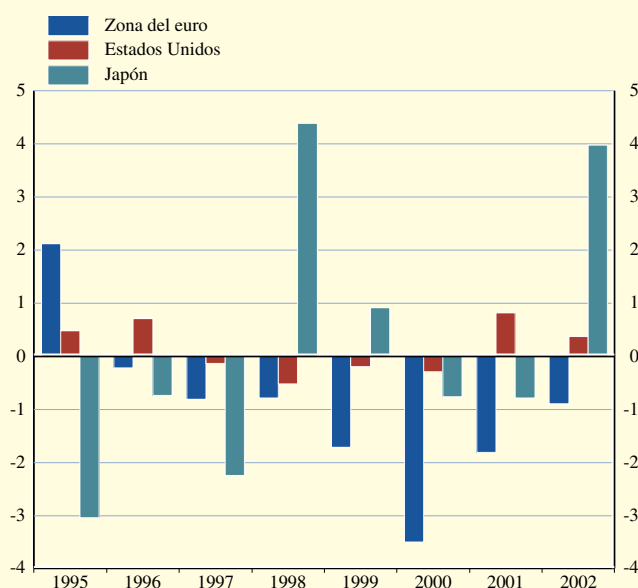
(en porcentaje del PIB)

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 financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,3	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	5,7
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	4,3	8,6	2,4	0,8	13,1	7,2	10,7	8,0
2002 IV	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,4	10,5	8,1
2003 I	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	0,9	12,8	6,7	10,2	9,1
II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,0	13,1	10,0	10,5	12,4
III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,2	8,7	1,1	0,2	13,3	9,3	11,2	6,8
IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,0	9,2	2,7	0,0	13,2	3,0	10,7	4,0
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,9	8,9	4,0	1,0	13,1	5,8	10,3	9,9
II	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,0	8,8	2,3	-0,6	13,3	6,5	10,3	7,6
III	13,9	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,4	9,1	2,0	-0,1	13,5	5,1	10,2	7,3
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	25,8	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,7	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	23,9	.	.	.	3,2	.	-5,2	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 IV	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 I	28,2	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
II	.	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
III	.	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
IV	.	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 I	.	24,0	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,5	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,4	.	-12,7	-0,8	.	5,6	.	-6,0
III	.	23,8	.	.	.	5,0	.	-2,0	-1,8	.	-4,3	.	1,6

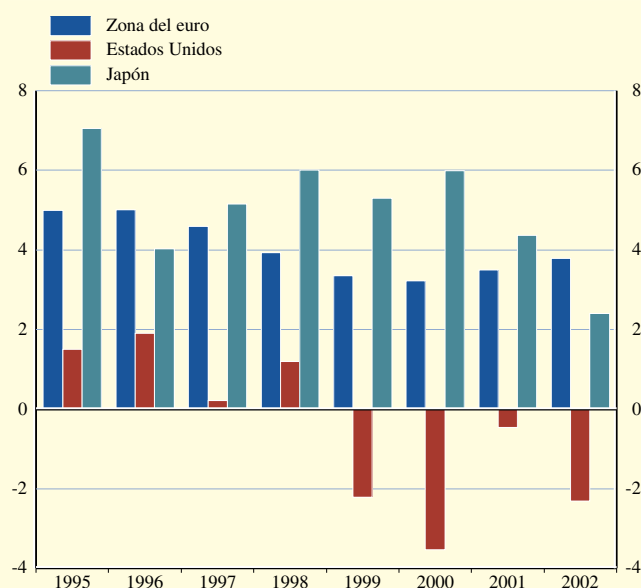
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(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:

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³.

Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «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 12 de enero de 2005.

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



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 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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 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, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

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 fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

5 DE JUNIO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asi-

mismo, 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 venci-

miento 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
Y 13 DE ENERO DE 2005**

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.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 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 2005. 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 2005. 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 2006.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004



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

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «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.
- «El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.
- «Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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

- 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. Kapetanios, 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 e I. Hernando, 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.
- 419 «The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries», por M. Hallerberg, R. Strauch y J. von Hagen, diciembre 2004.
- 420 «On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union», por C. Detken, V. Gaspar y B. Winkler, diciembre 2004.
- 421 «EU fiscal rules: issues and lessons from political economy», por L. Schuknecht, diciembre 2004.
- 422 «What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances», por M. Tujula y G. Wolswijk, diciembre 2004.
- 423 «Price setting in France: new evidence from survey data», por C. Loupias y R. Ricart, diciembre 2004.
- 424 «An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates», por F. Breedon y P. Vitale, diciembre 2004.

OTRAS PUBLICACIONES

- «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.

«Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area», diciembre 2004.

«Towards a single euro payments area - third progress report», diciembre 2004.

«The euro bond market study 2004», diciembre 2004.

«Financial Stability Review», diciembre 2004.

«Review of the requirements in the field of general economic statistics», diciembre 2004.

«Research network on capital markets and financial integration in Europe - results and experience after two years», diciembre 2004.

«Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers», enero 2005.

«Review of the international role of the euro», enero 2005.

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

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

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

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las entidades residentes que desarrollan actividades consistentes, esencialmente, en suministrar bienes y servicios no de mercado cuya producción se destina al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Comprende las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social. Las entidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas.

Balance consolidado del sector de las IFM: se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las propias IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente estadística para el cálculo de los agregados monetarios y proporciona la base para el análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas del comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones 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. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas del comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Coste laboral bruto mensual: 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 por asalariado en relación con el PIB a precios constantes por persona ocupada.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por las IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Curva de rendimientos: curva que describe la relación entre el tipo de interés o rendimiento y el plazo en un momento determinado de valores distintos de acciones con el mismo riesgo de crédito y plazos

distintos. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanezca viva a final de año, consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de los mismos.

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, 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 indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios: encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra determinada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

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.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios 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. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día. Se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las

operaciones de préstamo a un día no garantizadas, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

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 (IAPC) 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 Estados miembros 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 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, en conjunto, el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de los residentes en la zona del euro en valores emitidos por no residentes en la zona («activos») y operaciones y/o posiciones netas de los no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e 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 las acciones ordinarias o número de votos.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto 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 las acciones ordinarias o número de votos). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que 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 que 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 que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, 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 regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar con periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar con periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de cada una 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: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro 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: total de 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.

Precios industriales: 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: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque 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): el valor de la producción total 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 importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. 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 utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. 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 utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, 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 en el que 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 (TCE) del euro (nominales/reales): medias ponderadas 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 dos grupos de socios comerciales: los TCE-23 (que corresponden a los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios) y los TCE-42 (que corresponden a los TCE-23 y 19 países adicionales). Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro y tienen en cuenta la competencia en terceros mercados. 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 de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

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: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, las vacantes sin cubrir o 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: valores que 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. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: 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.