



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  
FEBRERO**

ECB EZB EKT EKP





**BANCO CENTRAL EUROPEO**



## **BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 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 2 de febrero 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

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	13
Precios y costes	37
Producto, demanda y mercado de trabajo	44
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	52
<b>Recuadros:</b>	
1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2005	17
2 Flujos externos de capital y dinámica monetaria interna en la zona del euro	21
3 Valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable por los residentes en la zona del euro	25
4 Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2005 y otros indicadores disponibles	41
5 La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción	45
<b>ARTÍCULOS</b>	
Disciplina de mercado para las entidades de crédito	57
Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema	67
Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes	75
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004</b>	<b>V</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>IX</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de febrero 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.

Esta decisión refleja que la valoración del Consejo de Gobierno sobre la estabilidad de precios a medio plazo no ha variado. Aunque la tasa de inflación a corto plazo, medida por el IAPC, continúa estando sujeta a un cierto grado de volatilidad, en especial relacionado con los precios del petróleo, no existe evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas 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 alcistas 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, los datos relativos a la actividad económica, así como los resultados de las encuestas más recientes sugieren la continuación de un crecimiento moderado en el último trimestre del 2004 y que la situación se ha mantenido prácticamente sin cambios a principios de año. De cara al futuro, se siguen dando las condiciones para que el crecimiento económico se recupere y se consolide en el curso del año. La solidez del crecimiento mundial se mantiene, proporcionando un entorno favorable a las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, se espera que la inversión continúe beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables, de la mejora de los beneficios y de la mayor eficiencia de las empresas. Por otro lado, el crecimiento del consumo debería evolucionar en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible.

Los elevados precios del petróleo, su volatilidad y la persistencia de los desequilibrios mundiales su-

ponen riesgos a la baja para el crecimiento. En el ámbito interno, la disminución de la incertidumbre asociada al alcance y al ritmo de las reformas fiscales y estructurales estimularía el consumo, ya que esta incertidumbre parece estar afectando a las expectativas del sector privado en cuanto al crecimiento futuro de la renta real disponible. 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 consumo, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó hasta el 2,4% en diciembre, desde el 2,2% registrado en noviembre. Aunque aún no se dispone de los datos correspondientes a enero, existen indicios de que la tasa de inflación ha descendido con respecto a la de diciembre. Es posible que durante los próximos meses la volatilidad de la tasa de inflación interanual persista, como reflejo, en particular, de la evolución de los precios del petróleo. En un horizonte temporal más amplio, sobre la base de la información de que se dispone, se espera que la tasa de inflación medida por el IAPC se sitúe por debajo del 2% en el curso del 2005, siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones. En la presente coyuntura, la evidencia no sugiere que se estén acumulando mayores presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En los últimos trimestres los incrementos salariales se han mantenido contenidos, tendencia que debería proseguir en el futuro, en un contexto de crecimiento económico moderado y de debilidad de los mercados de trabajo.

Sin embargo, es preciso tener en cuenta diversos riesgos alcistas para la estabilidad de precios. En especial, constituye un motivo de preocupación el comportamiento futuro de los precios del petróleo y, de forma más general, también la posibilidad de que los efectos secundarios en la fijación de salarios y precios se transmitan a la economía. Por otro lado, la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados debe ser objeto de un atento seguimiento.

El análisis monetario proporciona información adicional sobre las perspectivas de la evolución de



los precios en horizontes temporales a medio y largo plazo. Los datos monetarios más recientes confirman la intensificación del crecimiento de M3, observada desde mediados del 2004, reflejo progresivo del efecto estimulante de los tipos de interés de la zona del euro, situados en niveles históricamente bajos. Como consecuencia del intenso crecimiento de M3 durante los últimos años, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro continúa siendo sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Este factor constituye un riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo y justifica una actitud vigilante.

El nivel excepcionalmente reducido de los tipos de interés está, asimismo, estimulando la demanda de crédito por parte del sector privado. El crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras se ha acelerado en los últimos meses. Además, la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda ha seguido siendo intensa, contribuyendo a una evolución alcista de los precios de la vivienda en diversas regiones de la zona del euro. La amplia liquidez, junto con el fuerte crecimiento del crédito, podría dar lugar a una subida insostenible de los precios de los mercados inmobiliarios en algunas regiones de la zona del euro.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas, si bien los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo persisten y han de ser objeto de un atento seguimiento. Es importante que el aumento de la inflación a corto plazo no se afiance en las expectativas de inflación a largo plazo, ni en la pauta de fijación de salarios y precios. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener una actitud vigilante en lo que se refiere a la concreción de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

En cuanto a las políticas presupuestarias, se está realizando una evaluación minuciosa de las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad de los Estados miembros. Es esencial que los Estados miembros cumplan los compromisos contraídos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento respecto a la ejecución de los presupuestos del

2005 y al establecimiento de objetivos a medio plazo. En algunos casos, ello implica que este año se corrijan los déficit excesivos y que se realice un avance decidido hacia situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit. Este tipo de medidas evitarían que se repitiesen los resultados obtenidos en el pasado, derivados de ajustes insuficientes. A la luz de la necesidad de prepararse para el envejecimiento de la población, las estrategias de política fiscal deberían también formar parte de una estrategia global de reformas destinada a aumentar el crecimiento potencial en Europa.

Los debates relativos a las finanzas públicas europeas han de llegar pronto a una conclusión convincente. El Consejo de Gobierno respalda las propuestas que refuerzan las medidas de carácter preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, relativas a la supervisión de las situaciones presupuestarias. En relación con las medidas correctoras del Pacto, los mecanismos establecidos deben seguir siendo sólidos y creíbles en todos los aspectos. Por lo tanto, resultaría contraproducente modificar los Reglamentos, relajar el límite del déficit fijado en el 3% o suavizar el procedimiento de déficit excesivo. 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, en consecuencia, es de importancia capital para la cohesión de la propia Unión Monetaria. Resulta importante disipar cualquier duda en cuanto a la efectividad a largo plazo del proceso de supervisión y de la solidez de las políticas presupuestarias de los países participantes en la moneda única, ya que, en última instancia, estas dudas podrían dar lugar al aumento de las primas de riesgo y al incremento de los tipos de interés reales en la zona del euro.

En lo referente a las reformas estructurales, el Consejo ECOFIN ha avalado recientemente el Informe anual relativo a las reformas estructurales en el 2005, elaborado por el Comité de Política Económica. El Consejo de Gobierno secunda plenamente la conclusión del Consejo ECOFIN, de que «debería prestarse especial atención al incremento de las tasas de empleo, en particular en el contexto del envejecimiento de la población, que supone una permanente necesidad de incrementar

el crecimiento, aumentando tanto el empleo como la productividad». Con este propósito, el Consejo de Gobierno respalda firmemente la determinación de la Comisión de promocionar la renovada Estrategia de Lisboa y anima a las autoridades nacionales a que muestren su decisión en este sentido, aplicando reformas estructurales en Europa. Superar los retrasos en su aplicación es crucial, a fin de poder beneficiarse de las reformas tanto con relación al aumento del crecimiento potencial a medio plazo, como a la mejora de la confianza a corto plazo de consumidores y empresas.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero analiza cuestiones conceptuales sobre la disciplina de mercado para las entidades de crédito y examina en qué medida la disciplina de mercado puede complementar las actividades de supervisión. El segundo describe la experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema. Por último, el tercer artículo presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro.





# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial sigue siendo bastante vigoroso e incluso volvió a aumentar en algunos países hacia finales del 2004. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas generales continúan estando relativamente bien contenidas y las tasas de inflación interanual se han reducido en muchos países en los últimos meses. Aunque la actividad real se ha visto favorecida por el descenso de los precios del petróleo registrado en los dos últimos meses del pasado año, la posterior subida en enero del 2005 subraya la persistencia de los riesgos que plantea la evolución de los mercados de crudo. No obstante, las perspectivas para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo relativamente favorables.

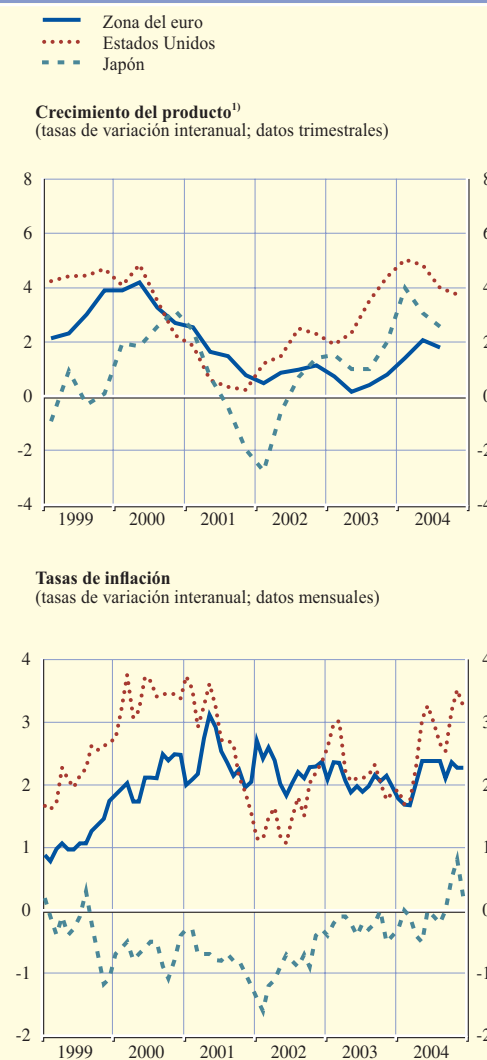
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial prosiguió su expansión a un ritmo relativamente rápido en los últimos meses del 2004. Si bien el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre se redujo en Estados Unidos, aumentó en el Reino Unido y China. Al mismo tiempo, el crecimiento en Japón parece haber mantenido una relativa atonía. Pese a la gradual retirada de las políticas de estímulo, el crecimiento de la economía mundial sigue contando con el respaldo de unas favorables condiciones de financiación. Además, la actividad mundial en el último trimestre del 2004 se vio favorecida por el descenso de los precios del petróleo en noviembre y diciembre. En general, las presiones inflacionistas siguieron estando bastante bien contenidas, moderándose las tasas de inflación en muchos países en diciembre.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica experimentó una desaceleración hacia finales del 2004. De acuerdo con los datos preliminares, el crecimiento del PIB real se redujo, en tasa trimestral anualizada, desde un 4% en el tercer trimestre hasta un 3,1% en el cuarto. La desaceleración se debió, principalmente, a una contribución sumamente negativa del comercio exterior, que contrarrestó en parte el considerable vigor del consumo privado y la inversión de las empresas en bienes de equipo y software. En los últimos meses se ha observado una disminución gradual y sostenida de la atonía observada en el pasado reciente en el mercado de trabajo. En diciembre, el empleo creció en 157.000 personas con respecto al mes anterior, al tiempo que la tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en el 5,4%. No obstante, como señaló el Comité de Operaciones de Mercado

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

Abierto de la Reserva Federal en las actas de su reunión de diciembre del 2004, todavía reina una considerable incertidumbre respecto a la magnitud de los recursos no utilizados en la economía, sobre todo en lo que se refiere a la tasa de actividad, que registra actualmente mínimos históricos, y a su respuesta ante cualquier tensión en las condiciones del mercado de trabajo. En general, se prevé que la actividad económica continuará su expansión a un ritmo bastante vigoroso en los próximos trimestres.

La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo del 3,5% en noviembre hasta el 3,3% en diciembre, principalmente como consecuencia de un descenso de los precios de la energía. El 2 de febrero de 2005, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal elevó los tipos de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, por sexta vez consecutiva, hasta el 2,5%. En consonancia con los comunicados de reuniones anteriores, se indicó que «el sentido acomodaticio de la política monetaria podrá eliminarse a un ritmo probablemente moderado». Por lo que respecta a la política fiscal, las proyecciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso publicadas a finales de enero apuntan a que, de no variar las políticas, el déficit presupuestario del gobierno federal podría ascender al 3% del PIB en el ejercicio fiscal 2005.

### **JAPÓN**

En Japón, la recuperación económica perdió impulso a lo largo del 2004, al tiempo que persistieron las presiones deflacionistas moderadas. Los ajustes de existencias en las manufacturas, sobre todo en los sectores relacionados con la informática, contribuyeron a la acusada desaceleración de la economía japonesa en el segundo y el tercer trimestres. Como consecuencia de esos ajustes, la producción industrial se redujo un 1,2% en tasas intermensuales en diciembre. Al mismo tiempo, los datos más recientes sobre pedidos de maquinaria del sector privado podrían indicar una aceleración inminente de la inversión y las exportaciones. No obstante, es probable que, en los próximos trimestres, se mantenga la atonía de la actividad económica hasta que concluya el proceso de ajuste de las existencias. Por lo que respecta a la evolución de los precios, aunque persisten las presiones deflacionistas, se han moderado un poco en los últimos meses. Sin embargo, es probable que el proceso de desregulación de los sectores de agua, gas y electricidad actualmente en marcha, siga ejerciendo presiones a la baja sobre los precios durante algún tiempo. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 0,2% en diciembre, en comparación con el 0,8% registrado en el mes anterior. Durante el mismo período la tasa interanual de descenso del IPC, excluidos los alimentos frescos, se mantuvo sin cambios en un -0,2%.

### **REINO UNIDO**

En el Reino Unido, el crecimiento aumentó de nuevo hacia el final del 2004, mientras que la inflación interanual, medida por el IAPC, se mantuvo muy por debajo del objetivo del 2% fijado por las autoridades. Según estimaciones provisionales, el crecimiento del PIB real repuntó, en tasas intertrimestrales, desde el 0,5% en el tercer trimestre hasta el 0,7% en el cuarto, impulsado por los servicios, al tiempo que se redujo la producción en las manufacturas. La actividad del mercado de la vivienda siguió desacelerándose en el cuarto trimestre, mientras que la tasa de variación interanual de los precios de la vivienda registró un nuevo descenso. De cara al futuro podría producirse una ralentización del crecimiento del PIB real, aunque la reciente depreciación de la libra esterlina debería estimular las exportaciones. En lo que se refiere a la situación del mercado de trabajo, la tasa de empleo aumentó ligeramente hasta el 74,8% en los tres meses transcurridos hasta noviembre del 2004 y también se incrementó el número de vacantes durante el mismo período. La tasa media de paro de tres meses se mantuvo sin cambios en el 4,7% entre septiembre y noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los salarios medios, excluidos los componentes variables, también se mantuvo sin cambios en el 4,4% en los tres meses transcurridos hasta noviembre. La inflación interanual, medida por el IAPC, subió hasta el 1,6% en diciembre; los efectos alcistas tuvieron su origen en la energía, principalmente como consecuencia de las recientes subidas de tarifas por parte de los principales proveedores.

## 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 el 1% registrado en el trimestre anterior, debido, principalmente, a un incremento de las existencias. Al mismo tiempo, la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa como consecuencia del estancamiento de las exportaciones. La tasa de inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 0,9% en diciembre, frente al 1,1% observado en noviembre; el descenso tuvo su origen la caída de los precios de los combustibles.

En Dinamarca, el crecimiento del PIB real se redujo a una tasa intertrimestral del 0,1% en el tercer trimestre. El crecimiento de la demanda interna casi se compensó con un notable aumento de las importaciones, debido principalmente al incremento de las importaciones de material de transporte y combustible. La inflación medida por el IAPC se mantuvo sin cambios en diciembre, en el 1%.

En los otros Estados miembros de la UE, el crecimiento de la actividad económica experimentó una cierta desaceleración en el tercer trimestre, aunque siguió siendo sólido, con un crecimiento interanual del PIB real del 4,5% en promedio. Los indicadores a corto plazo sugieren, en general, que el producto siguió creciendo a un ritmo vigoroso en el cuarto trimestre. En estos Estados miembros, la inflación mejoró en líneas generales hacia finales del 2004, y la inflación medida por el IAPC se redujo en promedio hasta el 4,3% en diciembre.

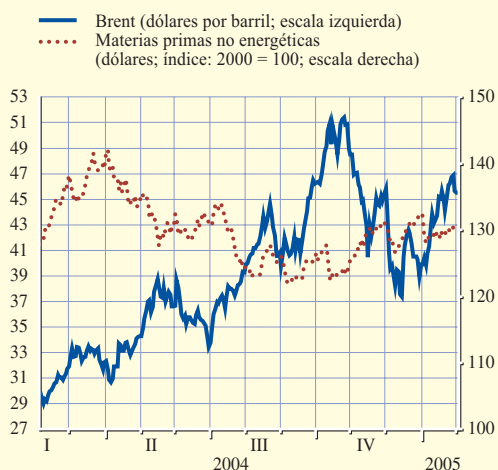
## ASIA EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, los últimos datos publicados indican que la desaceleración de la actividad económica ha sido más bien moderada y que, en varios países, el crecimiento incluso ha cobrado nuevo impulso. Las presiones inflacionistas continúan atenuándose en toda la región, como consecuencia de la favorable evolución de los precios de los alimentos y las materias primas. Esta positiva combinación de vigoroso crecimiento y baja inflación probablemente se mantendrá en los primeros meses del 2005. En China, la actividad económica volvió a experimentar una aceleración al final del 2004. En el cuarto trimestre el crecimiento del PIB sobrepasó la tasa interanual del 9,5% prevista, registrando un aumento respecto al 9,1% del tercer trimestre. Como resultado, el crecimiento del PIB para el año 2004 se situó en el 9,5%, frente al 9,3% observado en el 2003. La recuperación de la actividad económica al final del 2004 se debió, en gran medida, al sólido comportamiento de las exportaciones y el consumo privado, mientras que la inversión en activo fijo ha seguido desacelerándose desde el segundo trimestre del 2004. Entre tanto, la inflación volvió a reducirse, pasando del 2,8% en noviembre al 2,4% en diciembre.

## AMÉRICA LATINA

Los últimos datos publicados respecto a América Latina indican que la expansión continúa a un ritmo vigoroso. En los tres países más grandes de la región, el crecimiento del producto real sigue siendo generalizado, impulsado por las exportaciones y estimulado por la demanda interna. En el período comprendido entre octubre y noviembre del 2004, la producción industrial siguió creciendo a un ritmo inte-

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

ranual que prácticamente se mantuvo sin cambios (8% en Argentina, 5,5% en Brasil y 3,8% en México). Debido, en parte, a este vigoroso crecimiento, las presiones inflacionistas continúan siendo significativas. Las perspectivas económicas de la región son bastante positivas, aunque, los retrasos en la conclusión de las negociaciones sobre la deuda externa de Argentina siguen siendo el principal motivo de incertidumbre.

#### **MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

Los precios del petróleo experimentaron un repunte bastante acusado en enero del 2005, tras los fuertes descensos de noviembre y diciembre. Esta nueva subida se debió a la combinación de varios factores: algunas perturbaciones menores por el lado de la oferta, una ola de frío y la reaparición de la incertidumbre respecto a la seguridad del suministro de petróleo. De forma más general, 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, están haciendo que los precios del crudo sigan siendo altos y volátiles. El precio del Brent alcanzó los 45,4 dólares estadounidenses el 2 de febrero. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo bajen paulatinamente hasta situarse en unos 39 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 hacia finales del año, situándose en ese momento un 8,9% por encima del nivel registrado un año antes.

#### **PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR**

Se prevé que tanto el crecimiento de la economía mundial como de la demanda exterior de la zona del euro sigan siendo vigorosos. El índice mundial de directores de compras aumentó ligeramente en diciembre, la primera subida desde julio del 2004. Los aumentos fueron especialmente importantes en los servicios, mientras que en las manufacturas el índice sólo aumentó moderadamente. La nueva subida de los precios del petróleo en enero del 2005 pone de relieve un importante factor de riesgo para las perspectivas de inflación y crecimiento mundiales.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos de diciembre confirman que persiste el fortalecimiento de la evolución monetaria observado desde mediados del 2004. El efecto estimulante de los reducidos tipos de interés en M3 siguió compensando el impacto moderador de la normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras en curso. Los bajos tipos de interés también favorecieron el aumento del pronunciado crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Como consecuencia del continuado y elevado crecimiento del agregado monetario amplio en los últimos años, la liquidez de la zona del euro sigue siendo sensiblemente superior a la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista, lo que podría plantear riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

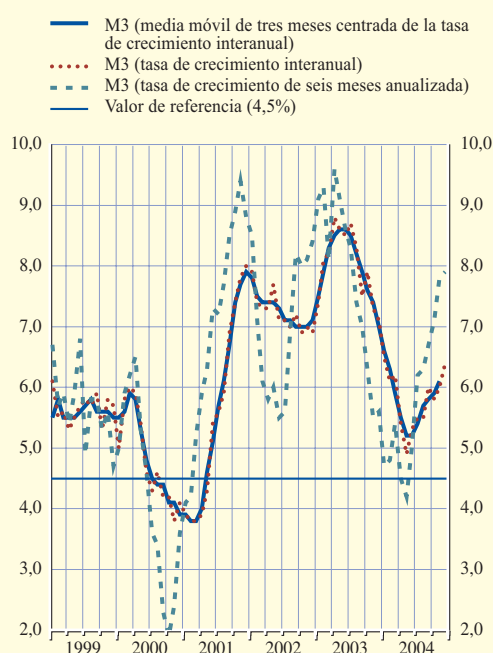
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se elevó hasta el 6,4% en diciembre del 2004, desde el 6% de noviembre (véase cuadro 1). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual se incrementó hasta el 6,1% en el período comprendido entre octubre y diciembre del 2004, frente al 5,9% registrado entre septiembre y noviembre del 2004. La evolución a más corto plazo de este agregado se mantuvo intensa en diciembre, como se refleja en el nuevo aumento observado en la tasa de crecimiento de seis meses anualizada, que se situó en el 7,9% (véase gráfico 3).

Si se analiza la volatilidad observada en algunos de los componentes de M3 en diciembre, la valoración presentada en meses anteriores prácticamente no se ha modificado. La evolución monetaria continuó estando influida por dos factores. Por un lado, en un entorno de tipos de interés reducidos, el crecimiento interanual de M3 continuó estando impulsado por la elevada tasa de crecimiento de M1, del lado de los componentes, y por la vigorosa trayectoria del crédito al sector privado del lado de las contrapartidas. Por otro, el comportamiento de los agentes económicos de la zona del euro en la asignación de activos continuó normalizándose tras un período caracterizado por una excepcional preferencia por la liquidez, debido a la considerable incertidumbre económica y financiera registrada entre el 2001 y el 2003. No obstante, la aversión al riesgo de los residentes en la zona del euro parece seguir siendo bastante elevada, de forma que esta normalización no ha sido tan importante ni tan rápida como habría cabido esperar a partir de la experiencia anterior.

Si se considera la fortaleza del crecimiento de M3 en los últimos años, confirmada por la evolución monetaria más reciente, en la zona del euro se dispone de 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, especialmente en momentos en que está aumentando la confianza y la activi-

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.



dad económica real, los riesgos para la estabilidad de precios aumentarían en el medio plazo. Además, un pronunciado exceso de liquidez y un fuerte crecimiento del crédito podrían ser sintomáticos de subidas posiblemente insostenibles del precio de los activos, sobre todo en el mercado de la vivienda.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En diciembre, la trayectoria de los componentes de M3 fue bastante volátil. Esta volatilidad estuvo asociada a un desplazamiento de fondos por parte de los intermediarios financieros distintos de IFM, que han reemplazado los depósitos a la vista por depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) y cesiones temporales, invirtiendo, en cierta medida, los considerables flujos de entrada en depósitos a la vista registrados en noviembre. En general, estas operaciones no causaron un impacto importante en la evolución de M3, dado que fueron una sustitución dentro de este agregado monetario. Las sociedades no financieras también aumentaron sus tenencias de depósitos a corto plazo en diciembre, contribuyendo de forma significativa al acusado crecimiento de M3.

Considerada en su conjunto, esta evolución condujo a un aumento del crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, desde el 3,2% de noviembre hasta el 4,5% de diciembre (véase cuadro 1). Aunque esto redujo el crecimiento interanual de M1, los depósitos a la vista mantuvieron su fortaleza y continuaron siendo la principal contribución al crecimiento de M3.

Aparte de la singular evolución de los depósitos a la vista, el efectivo en circulación no se incrementó entre noviembre y diciembre, lo que ha conllevado una moderación de la tasa de crecimiento interanual. Es probable que esto esté vinculado a los efectos de calendario específicos asociados a las fechas de las vacaciones de Navidad, más que considerarse una señal de una reducción más persistente de la demanda de efectivo.

La contribución de las participaciones en fondos del mercado monetario a la dinámica de M3 en diciembre disminuyó en comparación con el mes precedente. Dado que la demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM se está fortaleciendo, esta trayectoria es coherente con la normalización en

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual							
		2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 Nov	2004 Dic	
<b>M1</b>	<b>44,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	
Efectivo en circulación	6,9	26,5	24,0	21,6	20,3	19,1	19,2	17,0	
Depósitos a la vista	37,4	8,7	9,1	8,5	7,9	7,6	8,2	6,9	
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,9	4,8	3,3	1,7	2,0	3,4	3,2	4,5	
Depósitos a plazo									
hasta dos años	15,9	-3,0	-4,4	-7,0	-5,9	-2,3	-3,1	0,4	
Depósitos disponibles con preaviso									
hasta tres meses	25,0	11,0	9,2	8,1	7,6	7,4	7,5	7,3	
<b>M2</b>	<b>85,2</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,8	5,6	2,2	1,9	3,9	3,7	2,9	6,3	
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	
Crédito a las Administraciones Públicas		6,6	6,0	6,4	6,4	3,8	3,3	2,4	
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,5	1,2	2,3	2,3	0,7	-0,1	-0,7	
Crédito al sector privado		5,6	5,7	5,9	6,2	6,6	6,7	7,0	
Préstamos al sector privado		5,3	5,4	5,6	6,2	6,8	6,9	7,0	
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>	

Fuente: BCE.

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

curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras. No obstante, este proceso de normalización se está desarrollando con más lentitud de lo que habría cabido esperar a partir de regularidades anteriores, y no es lo suficientemente intenso como para revertir el elevado exceso de liquidez acumulado.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, el mayor crecimiento de los préstamos al sector privado observado en los últimos meses no sólo se debió al impacto estimulante de los reducidos tipos de interés, sino también a mejoras en las condiciones de oferta del crédito (véase el recuadro 1, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2005»). En diciembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 7%, desde el 6,9% de noviembre. La principal contribución al crecimiento de los préstamos al sector privado procedió, de nuevo, de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, que aumentaron a una tasa interanual del 10% en diciembre, sin variaciones con respecto a noviembre (véase cuadro 2). Aparte de los reducidos tipos de interés hipotecarios vigentes en la zona del euro, la intensa evolución del mercado de la vivienda en parte de la zona parece estar favoreciendo el endeudamiento hipotecario. El total de préstamos de las IFM a los hogares creció a una tasa interanual del 7,8% en diciembre. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a aumentar, confirmando la tendencia al alza observada desde principios del 2004.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas descendió hasta el 2,4% en diciembre, desde el 3,3% del mes precedente (véase cuadro 1). Esta evolución estuvo relacionada, principalmente, con la reducción de las tenencias de valores públicos por parte de las IFM.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, el crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) volvió a aumentar en diciembre, hasta el 9,3%, desde el 8,8% de noviembre (véase cuadro 1). Como se ha observado anteriormente, esta trayectoria confirma la opinión de que el comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras ha continuado normalizándose, y las tenencias de activos están dirigiéndose hacia instrumentos

**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 Nov	2004 Dic
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>
Hasta un año	30,9	-0,8	-2,4	-2,1	-0,5	2,6	2,5
De uno a cinco años	17,4	3,0	3,6	6,4	6,1	5,5	6,1
Más de cinco años	51,7	6,5	6,9	7,2	7,2	6,7	7,0
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,5	2,9	4,4	5,7	6,2	6,5	5,7
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	68,1	8,1	8,4	9,0	9,8	10,0	10,0
Otras finalidades	18,4	3,2	2,3	2,3	1,8	1,9	1,7
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,6</b>	<b>11,8</b>	<b>8,6</b>	<b>18,8</b>	<b>17,5</b>	<b>10,0</b>	<b>37,1</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,2</b>	<b>11,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>

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.

a más largo plazo más que hacia activos monetarios líquidos.

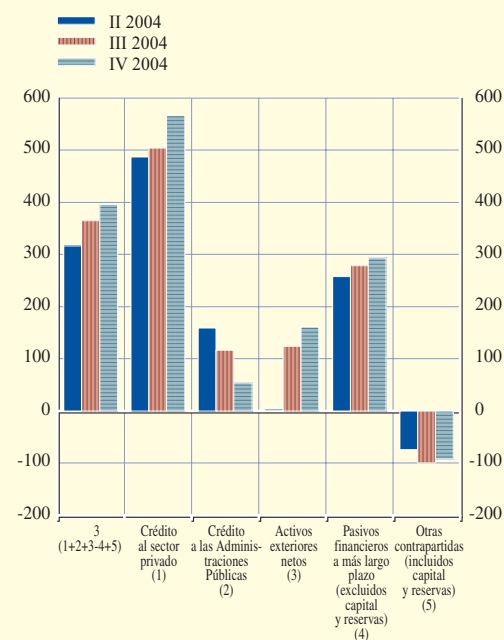
Los flujos mensuales de entrada en los activos exteriores de las IFM ascendieron a 30 mm de euros en diciembre. Este es el sexto mes consecutivo en el que la variación de estos activos fue positiva. Las entradas netas asociadas de fondos extranjeros en la zona del euro podrían estar relacionadas con las expectativas sobre el tipo de cambio, que, actualmente, pueden estar poniendo freno a la inversión en activos extranjeros por parte de los residentes en la zona del euro, al tiempo que favorecen la inversión en activos de la zona por parte de no residentes.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 4), la persistente e intensa expansión de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) asociados al cambio de sentido de los anteriores y excepcionales desplazamientos de cartera en favor de activos monetarios, moderó la dinámica de M3 en diciembre del 2004. No obstante, este efecto moderador quedó compensado con los crecientes flujos de entrada positivos en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM

(véase el recuadro 2, titulado «Flujos externos de capital y dinámica monetaria interna en la zona del euro»). Además, el fortalecimiento de los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, impulsado por los bajos tipos de interés, continuó causando un pronunciado impacto positivo en el crecimiento de M3. De manera creciente, estos últimos efectos han pasado a ser dominantes, lo que ha llevado a que M3 haya crecido con mayor rapidez en los últimos meses.

**Gráfico 4 Movimientos de M3 y sus contrapartidas**

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



Fuente: BCE.

Recuadro I

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ENERO DEL 2005**

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2005<sup>1</sup>. En general, la encuesta muestra que, en el cuarto trimestre del 2004, los criterios de aprobación del crédito a empresas y hogares volvieron a relajarse ligeramente. Así, los resultados apuntan a una consolidación de las mejoras observadas anteriormente en los criterios de concesión de los préstamos por parte de las entidades de crédito de la zona del euro. Para el primer trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta esperan que la mayor parte de los citados criterios prácticamente no experimenten variaciones con respecto al trimestre anterior.

**Préstamos o líneas de crédito a empresas**

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes en la encuesta señalaron que en el cuarto trimestre del 2004 volvieron a relajarse levemente los criterios de aprobación del crédito en términos netos<sup>2</sup>, lo que indica que las entidades de crédito de la zona del euro continúan aplicando

- 1 El 4 de febrero de 2005 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2005 que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).
- 2 La «relajación neta» se refiere al porcentaje neto que se define como la diferencia entre el número de entidades que han indicado que se han endurecido los criterios de concesión de los préstamos y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indicaría que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo sería indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

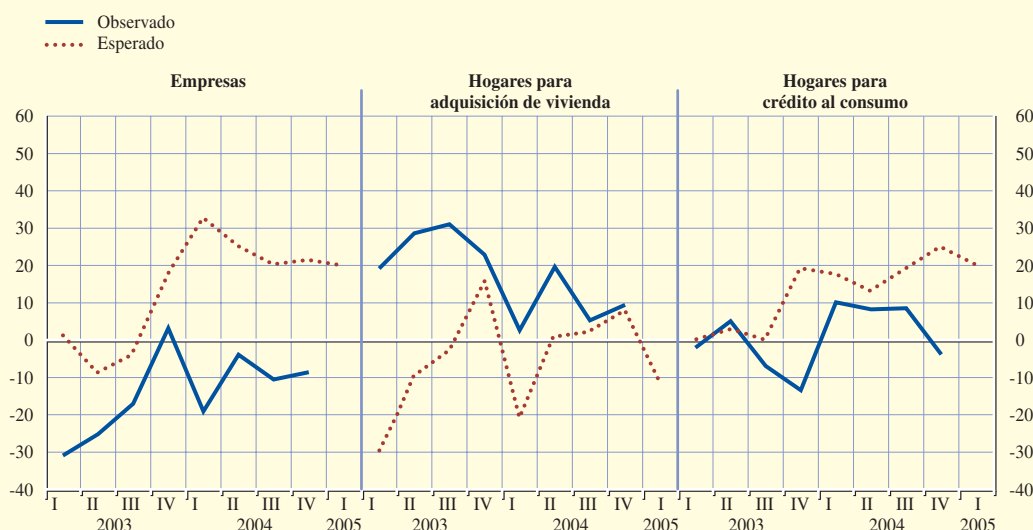
(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2005.

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han incrementado considerablemente» y «se han incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han reducido en cierta medida» y «se han reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2005.

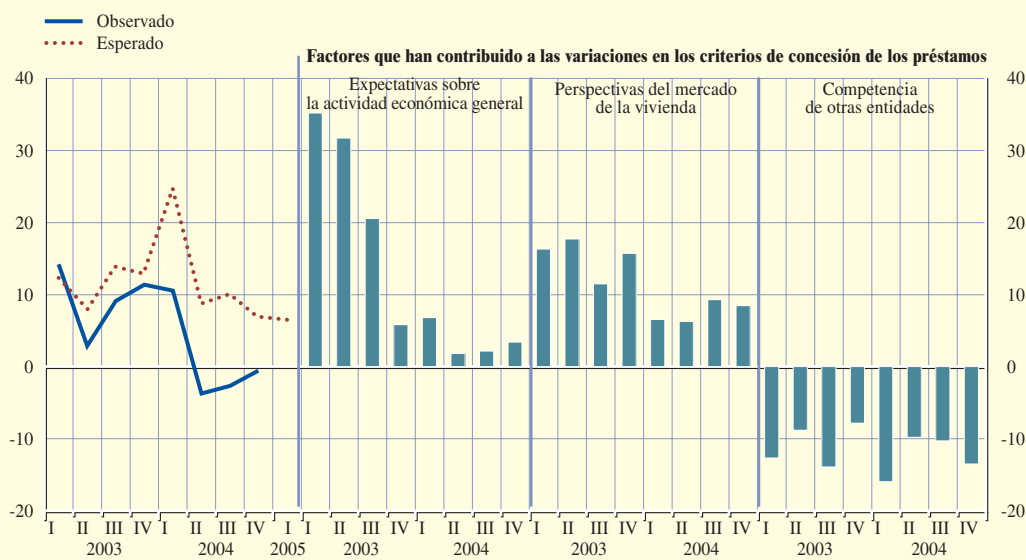
critérios de concesión relativamente favorables. Esto es acorde con la progresiva relajación de los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas observada desde que se realizó la encuesta por primera vez, en enero del 2003 (véase el primer panel del gráfico A). Entre los factores que explican las variaciones de los citados criterios, el aumento de la competencia de otras entidades de crédito fue el que más contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación (véase el cuarto panel del gráfico A). En cambio, las entidades participantes expresaron una percepción más negativa de las perspectivas concretas del sector o de la empresa y de sus expectativas en cuanto a la actividad económica general, lo que apunta, en cierta medida, a un endurecimiento, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito con respecto al trimestre anterior (véanse el segundo y tercer panel del gráfico A). En cuanto a las condiciones del crédito, la moderada relajación de los criterios de aprobación se llevó a cabo, fundamentalmente, mediante una reducción de los márgenes en los préstamos. En lo que se refiere al tamaño de los prestatarios, las entidades manifestaron que se habían relajado los criterios de concesión, en términos netos, del crédito a las pequeñas y medianas empresas, frente al endurecimiento neto registrado en el trimestre anterior, mientras que los mencionados criterios continuaron siendo ligeramente más duros para las grandes empresas.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta<sup>3</sup> de préstamos por parte de las empresas continuó disminuyendo levemente en el cuarto trimestre del 2004 (véase el primer panel del gráfico B), debido a la reducción de la demanda de préstamos por parte de las grandes empresas, mientras que, según la

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el número de entidades participantes que han indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al periodo en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores «esperados» para el primer trimestre del 2005 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2005.

encuesta de enero del 2005, la demanda de crédito de las pequeñas y medianas empresas aumentó. Los principales factores que contribuyeron a la disminución general de la demanda neta fueron, según las entidades participantes, la moderada inversión en capital fijo, así como el mayor recurso a fuentes alternativas de financiación de las empresas.

**Expectativas:** Para el primer trimestre del 2005, las entidades de crédito participantes esperan que, en general, los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas prácticamente no se modifiquen en comparación con el trimestre anterior (véase el primer panel del gráfico A). Al mismo tiempo, las entidades de crédito esperan un aumento considerable de la demanda neta de préstamos a empresas con respecto al trimestre precedente (véase el primer panel del gráfico B). Se prevé que este incremento de la demanda sea más pronunciado para las pequeñas y medianas empresas que para las grandes empresas.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes en la encuesta continuaron señalando que, en términos netos, en el cuarto trimestre del 2004 se relajaron ligeramente los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (véase el primer panel del gráfico C). Los factores responsables de esta evolución variaron poco con respecto al trimestre anterior. La relajación neta obedeció, en parte, a un ligero aumento de la competencia de otras entidades de crédito (véase el cuarto panel del gráfico C), mientras que las expectativas relativas a



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

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Los porcentajes netos relativos a las preguntas relacionadas con los factores se refieren a la diferencia entre el porcentaje de entidades participantes que han indicado que un factor determinado contribuyó al endurecimiento y a la relajación de los criterios de concesión. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta de enero del 2005.

la actividad económica general contribuyeron algo más al endurecimiento neto de los citados criterios (véase el segundo panel del gráfico C). Al mismo tiempo, las entidades indicaron que las perspectivas en el mercado de la vivienda siguieron contribuyendo algo menos al endurecimiento neto (véase el tercer panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades manifestaron que la leve relajación neta de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda se debió, fundamentalmente, a la reducción de los márgenes en los préstamos ordinarios. En comparación con el trimestre anterior, los márgenes en los préstamos de mayor riesgo contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto de los criterios de concesión en el cuarto trimestre del 2004.

**Demanda de préstamos:** Según indicaron las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumentó en el cuarto trimestre del 2004 (véase el segundo panel del gráfico B), y el factor que más contribuyó a este incremento fue la percepción de mejores perspectivas en el mercado de la vivienda por parte de los prestatarios de este tipo de crédito.

**Expectativas:** Para el primer trimestre del 2005, las entidades participantes esperan que se produzca un endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda, frente a la ligera relajación observada, en términos netos, en el cuarto trimestre (véase el primer panel del gráfico C). Las citadas entidades también esperan que la demanda neta de este tipo de préstamos disminuya en los tres próximos meses, en comparación con el trimestre precedente (véase el segundo panel del gráfico B).

### Préstamos a hogares para crédito al consumo y otros préstamos

**Criterios de aprobación del crédito:** Los criterios de concesión de los préstamos a hogares para crédito al consumo registraron una moderada relajación, en términos netos, en el cuarto trimestre del 2004 (véase el primer panel del gráfico D). El aumento de la competencia de entidades no bancarias y de otras entidades de crédito fueron los factores que más contribuyeron a esta evolución en el cuarto trimestre del 2004 (véanse el cuarto y quinto panel del gráfico D). Al mismo tiempo, las entidades participantes señalaron que las expectativas relativas a la actividad económica general y a la solvencia de los consumidores contribuyeron algo más al endurecimiento neto de los criterios de aprobación (véanse el segundo y tercer panel del gráfico D). Las entidades de crédito modificaron las condiciones del crédito al consumo a través, fundamentalmente, de modificaciones de los márgenes en los préstamos ordinarios.

**Demanda de préstamos:** Según las entidades participantes, la demanda neta del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares descendió considerablemente en el cuarto trimestre del 2004, y pasó a ser negativa (véase el tercer panel del gráfico B). Las entidades de crédito señalaron que esta evolución se debió, principalmente, a la disminución de la confianza de los consumidores y a la mejora del ahorro de los hogares.

**Expectativas:** Para el primer trimestre del 2005, las entidades de crédito esperan una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito con respecto al trimestre anterior (véase el primer panel del gráfico D). Las entidades participantes también prevén un aumento considerable de la demanda neta del crédito al consumo en los tres próximos meses (véase el tercer panel del gráfico B).

### Recuadro 2

#### FLUJOS EXTERNOS DE CAPITAL Y DINÁMICA MONETARIA INTERNA EN LA ZONA DEL EURO

El sólido crecimiento de M3 desde mediados del año 2001 ha dado lugar a una acumulación de exceso de liquidez en la zona del euro. Esta situación ha sido impulsada, en parte, por los excepcionales desplazamientos de cartera, desde los valores a largo plazo hacia activos monetarios en un contexto de incertidumbre económica, financiera y geopolítica cada vez más intensa<sup>1</sup>. Básicamente, dichos desplazamientos han adoptado la forma de cuantiosas ventas de valores a cambio de dinero por parte de residentes en la zona del euro que no son IFM.

Para entender mejor la naturaleza de estos ajustes, resulta útil analizar qué sectores fueron los sectores de contrapartida en las ventas de valores a largo plazo realizadas por residentes en la zona del euro<sup>2</sup>. Si un hogar de la zona del euro vende un bono o un título de renta variable a otro hogar la operación no afecta al saldo monetario total: el dinero sencillamente circula dentro del sector de tenedores de dinero. Sólo las transacciones con IFM y no residentes afectan normalmente a las tenencias de dinero. En este recuadro se presta especial atención a las transacciones entre residentes y no residentes en la zona del euro, que se reflejan en la evolución de los activos exteriores netos del sector de las IFM.

1 En el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», publicado en el Boletín del BCE de octubre del 2004, se examinan con más detalle la evolución monetaria en los años anteriores y sus repercusiones en la estabilidad de precios.

2 Véase también el recuadro 1 de dicho artículo, titulado «Contrapartidas de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia activos monetarios registrados entre el 2001 y el 2003».

Normalmente, la venta de un valor por parte de un residente en la zona del euro a un no residente se traduce en un incremento del saldo monetario interno. Por ejemplo, si un no residente compra un título a un hogar residente en la zona del euro utilizando como medio de pago un cheque contra su cuenta en un banco nacional (que no forma parte del saldo monetario), que se abona en la cuenta bancaria del hogar en cuestión (que sí forma parte del saldo monetario), aumentará el saldo monetario interno total. Paralelamente, aumentarán los activos exteriores netos del sector de las IFM porque se reducirá el saldo de la cuenta bancaria del no residente, que constituye un pasivo exterior del banco.

En el gráfico A se observa que, en términos contables, el incremento acumulado de M3 entre el tercer trimestre del 2001 y el segundo trimestre del 2003 guarda relación con un aumento de los activos exteriores netos, mientras que las variaciones de otras contrapartidas (por ejemplo, las transacciones de los bancos en valores nacionales<sup>3</sup>) fueron de magnitud moderada o —en el caso de los préstamos otorgados a residentes— evolucionaron en una dirección que, *ceteris paribus*, deberían haber restringido el crecimiento monetario en vez de estimularlo.

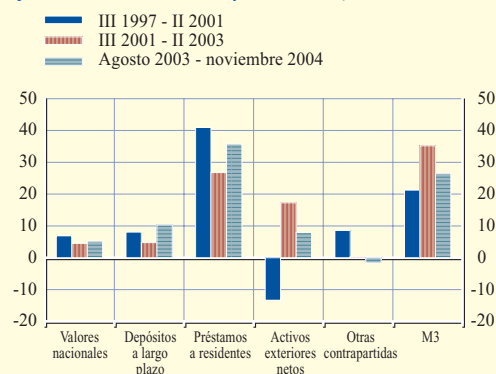
Otro aspecto que se ilustra en el gráfico 1 es que la gran afluencia de capital a la zona del euro que se produjo entre los años 2001 y 2003 (representada por las variaciones de los activos exteriores netos de las IFM durante este período) estuvo precedida de unas salidas de capital de la zona del euro, también significativas, entre 1998 y el 2000. A finales de la década de los noventa, las empresas y los hogares de la zona del euro (a través de los fondos de inversión) acumularon grandes tenencias de acciones extranjeras, en parte, en el contexto del auge de la «nueva economía» en Estados Unidos. Además, la propensión de los agentes económicos a diversificar sus carteras con valores de distintos países para reducir la vulnerabilidad total al riesgo podría haber dado lugar a una cierta internacionalización de las carteras durante este período, lo que podría haber afectado al crecimiento monetario interno.

Posteriormente, en un entorno de mayor incertidumbre geopolítica y en los mercados financieros a partir del año 2001, los tenedores de dinero de la zona del euro reajustaron sus carteras, sustituyendo las tenencias de acciones y participaciones por tenencias de dinero, en busca de una rentabilidad más segura y de una mayor liquidez. Una consecuencia de este reajuste fue la repatriación de fondos invertidos anteriormente en valores extranjeros de renta variable. En este contexto, puede haberse considerado a la zona del euro como un «refugio seguro» en relación con el resto del mundo, lo que habría dado lugar a una acumulación de flujos de capital provenientes de los residentes y/o los no residentes en la zona, que habría tenido un impacto positivo en el crecimiento monetario.

3 En el gráfico A, las contrapartidas de M3 se presentan de forma distinta a la que aparecen en el gráfico 4 del texto principal. Concretamente, figura un agregado «valores nacionales», que se construye como la diferencia entre los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (incluidos capital y reservas) y la suma de los depósitos a más largo plazo y los valores emitidos por instituciones que no son IFM en poder de las IFM. Esta presentación permite diferenciar las transacciones de las IFM en valores nacionales de otras contrapartidas, en particular de los activos exteriores netos. Por consiguiente, el crédito a residentes en la zona del euro no se recoge en el gráfico, sino que sólo se presentan los préstamos a residentes, dado que los valores en poder de las IFM se incluyen en el agregado «valores nacionales».

### Gráfico A Contrapartidas de M3 en el balance consolidado de las IFM

(flujos mensuales; mm de euros; medias del período; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.  
Véase, en la nota 3 al pie de este recuadro, una explicación de las principales diferencias entre esta presentación de las contrapartidas de M3 y la que aparece en el texto principal del Boletín del BCE.

El análisis de la evolución de los últimos años también puede enmarcarse en el contexto de la evolución a más largo plazo de los saldos de activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro. En el gráfico B se observa que, como consecuencia de las fuertes salidas de capital que se produjeron entre los años 1998 y 2000, dicho saldo alcanzó niveles históricamente bajos en relación con el nivel registrado por el PIB en el 2001<sup>4</sup>, antes de revertirse, en parte, entre el 2001 y el 2003. Al respecto, lo más probable es que una reversión de los desplazamientos de cartera entrañaría una nueva disminución de los activos exteriores netos hasta niveles muy bajos.

En general, este tipo de análisis subraya la importancia de los flujos financieros externos para explicar la dinámica de la evolución monetaria interna en los últimos años. Parece útil tener en cuenta explícitamente esta dimensión externa al evaluar las motivaciones en que se basan las excesivas tenencias de dinero, en particular, las relacionadas con un aumento de la aversión al riesgo<sup>5</sup>.

4 Datos basados en series históricas de activos exteriores netos publicadas por primera vez en el presente Boletín del BCE (y que también pueden consultarse en la sección de estadísticas de la dirección del BCE en Internet).

5 Véase el recuadro 2, titulado «Aversión al riesgo y evolución de los agregados monetarios», en el Boletín del BCE de diciembre del 2004.

**Gráfico B Activos exteriores netos de las IFM en relación con el PIB**

(en porcentaje)



Fuente: BCE

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro prácticamente no registró variaciones en noviembre del 2004. Ese mes, 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 aumentó ligeramente, hasta el 6,8%, en noviembre del 2004, desde el 6,7% de octubre (véase gráfico 5). Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo moderada en noviembre, en el 3,1%, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo continuó aumentando con intensidad, a una tasa del 7,2% en el citado período.

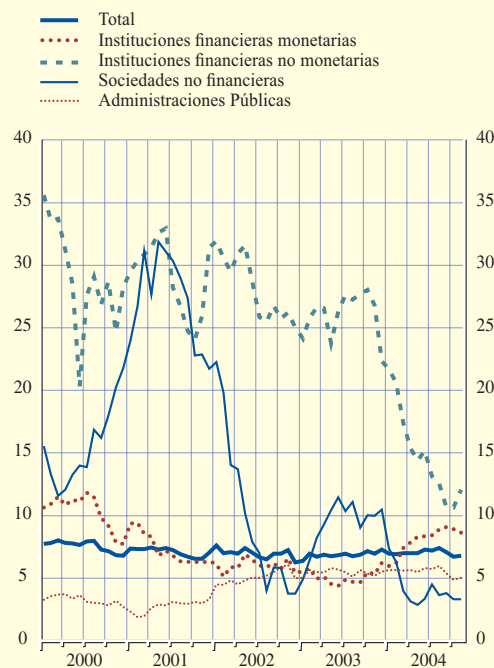
En cuanto al detalle por sectores, a pesar de que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se relajó levemente en noviembre del 2004, se mantuvo elevada, en el 8,6%, considerablemente por encima de la tasa media de crecimiento interanual, aproximadamente el 5%, registrada en el 2003 (véase cuadro 3). Al igual que en meses anteriores, la emisión neta de las IFM estuvo dominada por los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable (véase también el recuadro 3). Esta evolución obedeció, con toda probabilidad, a que las IFM se beneficiaron de unos costes de financiación mediante deuda históricamente favorables, sobre todo a los plazos más cortos de la curva de rendimientos, para financiar el pronunciado crecimiento actual de los préstamos al sector privado no financiero.

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 elevó 0,7 puntos porcentuales, hasta el 7,9%, en noviembre del 2004, como consecuencia, en cierta medida, del mayor crecimiento de la emisión por las instituciones financieras no monetarias, y de que el crecimiento de la emisión por las sociedades no financieras no se modificó. La tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por estas instituciones, que suelen proporcionar financiación indirecta a las IFM y a las sociedades no financieras a través de filiales financieras y entidades de propósito especial, se incrementó 1,5 puntos porcentuales, hasta el 12,1%, en noviembre del 2004, aunque fue considerablemente inferior a la tasa media de crecimiento interanual, alrededor del 26%, registrada en el 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro no registró variaciones y se situó en el 3,3% en noviembre del 2004, sustancialmente por debajo la tasa media de crecimiento interanual, alrededor del 9%, registrada en el 2003, y también debe considerarse en el contexto del reducido coste actual de la financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones. Las relativamente escasa actividad emisora de las sociedades no financieras puede estar relacionada con la mejora de los beneficios empresariales observada en el 2004, que ha estimulado el ahorro

**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.

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2004 III	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 Oct	2004 Nov
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>9.253</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>
IFM	3.533	5,4	6,3	8,0	8,7	8,9	8,6
Instituciones financieras no monetarias	712	26,6	20,7	15,4	12,9	10,6	12,1
Sociedades no financieras	604	9,9	6,9	3,2	3,9	3,3	3,3
Administraciones Públicas	4.404	5,4	5,6	5,6	5,8	4,9	5,0
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.162	4,6	4,8	5,0	5,2	4,4	4,5
Otras Administraciones Públicas	241	22,3	21,3	18,4	16,3	14,0	14,2
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>3.759</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
IFM	578	1,3	1,9	2,3	1,7	1,2	2,8
Instituciones financieras no monetarias	362	2,5	3,1	1,6	1,7	2,0	0,8
Sociedades no financieras	2.820	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9

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».

interno y, en consecuencia, puede haber 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 la aceleración del crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras observada en los últimos meses. Esta evolución divergente puede obedecer, en parte, a la mejora de las condiciones de los préstamos de las entidades de crédito (como muestra, por ejemplo, la relajación observada, en términos netos, en los criterios de aprobación del crédito por parte de las entidades de crédito, como se indica en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2005, véase recuadro 1).

En el sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas no se modificó en noviembre del 2004 y se situó en el 5%. Esta trayectoria refleja la persistente moderación de la tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por la Administración Central, que fue del 4,5% en noviembre, y a la vigorosa actividad emisora de otras Administraciones Públicas, que creció el 14,2%, en términos interanuales, en el citado período.

### Recuadro 3

#### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES A LARGO PLAZO EMITIDOS A TIPO DE INTERÉS FIJO Y A TIPO DE INTERÉS VARIABLE POR LOS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

En enero del 2005, el BCE inició la publicación de nuevos datos desagregados sobre los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro, clasificados como instrumentos a tipo de interés fijo e instrumentos a tipo de interés variable. En ese sentido, según, las orientaciones del BCE en materia estadística<sup>1</sup>, las emisiones a tipo de interés variable son todas aquellas en las que el cupón se establece periódicamente por referencia a un tipo de interés independiente, incluyendo los cupones con referencia a un índice. Los nuevos datos están disponibles a partir de enero de 1999 (diciembre de 1998 en el caso de los saldos vivos).

Los nuevos datos constituyen un instrumento de utilidad para examinar la evolución de la emisión de los valores distintos de acciones. Proporcionan información para el análisis de la transmisión de la política monetaria a la financiación de los distintos sectores y facilitan el análisis de la sensibilidad de los costes de financiación a las variaciones de los tipos de interés. Además, los datos pueden ofrecer también señales acerca de las expectativas de los prestatarios sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo.

Según las nuevas estadísticas, más de dos tercios del saldo vivo total de los valores distintos de acciones corresponden actualmente a valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo, mientras que el resto son, fundamentalmente, valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés variable (véase cuadro). Con el tiempo, la importancia relativa de estos últimos valores ha pasado de un 15% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones a finales de 1998 al 20% a finales de noviembre del 2004. Este incremento se ha debido, sobre todo, al crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable realizadas por instituciones financieras —es decir, instituciones financieras monetarias (IFM) e instituciones financieras no monetarias— y, en menor medida, también por las administraciones que no son centrales. Por el contrario, la proporción de emisiones de las sociedades no financieras y de la Administración Central a tipo de interés variable se ha reducido desde 1998.

1 Véase el anexo XIX de la Orientación BCE/2003/2 de 6 de febrero de 2003 relativa a determinadas exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de presentación de información estadística por los bancos centrales nacionales en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias.



**Cuadro Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro**

	Saldo vivo <sup>1)</sup> (mm de euros, salvo indicación en contrario)		Tasas de crecimiento interanual <sup>2)</sup> (en porcentaje)				
	Finales diciembre 1998	Finales noviembre 2004	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Total economía</b>	6.034	9.337	7,6	7,1	7,0	6,8	7,0
<i>del cual (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	74	68	6,6	6,0	5,9	5,2	5,0
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	15	20	11,2	13,4	12,3	9,0	16,7
Valores distintos de acciones a corto plazo	9	10	12,4	7,4	5,5	14,1	3,0
<b>Instituciones financieras monetarias</b>	2.241	3.577	10,5	7,4	6,1	5,1	8,0
<i>de las cuales (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	72	54	4,3	2,4	2,8	2,1	3,1
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	19	32	19,1	22,3	14,3	8,3	18,5
Valores distintos de acciones a corto plazo	8	11	35,1	4,9	3,9	12,1	1,8
<b>Instituciones financieras no monetarias</b>	196	740	29,2	28,8	28,3	26,2	14,7
<i>de las cuales (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	89	56	22,8	18,1	15,1	15,3	6,8
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	7	42	108,2	107,0	86,3	54,8	29,9
Valores distintos de acciones a corto plazo	5	1	17,6	34,3	7,4	1,1	-11,9
<b>Sociedades no financieras</b>	293	607	15,5	27,1	10,2	9,0	4,1
<i>de las cuales (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	66	69	11,0	27,1	19,8	12,6	3,6
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	16	13	21,1	25,1	-5,5	-13,4	10,1
Valores distintos de acciones a corto plazo	16	16	27,9	31,0	-7,1	5,7	0,9
<b>Administración Central</b>	3.203	4.166	3,2	2,3	4,2	4,6	4,9
<i>de la cual (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	75	82	6,7	5,2	4,8	4,4	5,7
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	12	7	-6,4	-13,4	-8,0	-9,2	0,5
Valores distintos de acciones a corto plazo	10	10	-8,3	2,6	11,8	19,2	4,8
<b>Otras AAPP</b>	102	248	5,7	15,9	27,7	25,9	17,4
<i>de las cuales (% del total):</i>							
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo	89	74	-0,6	12,3	22,7	22,6	14,6
Valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable	7	24	61,6	38,5	57,7	42,8	26,5
Valores distintos de acciones a corto plazo	4	2	26,7	18,5	7,2	-2,0	24,0

Fuente: BCE.

1) Los valores distintos de acciones de cupón cero, que incluyen efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro, por lo que es posible que la proporción de valores distintos de acciones a largo plazo y a corto plazo no sume 100.

2) Medias anuales; la última cifra para el año 2004 corresponde a noviembre.

El porcentaje de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés variable por las IFM se ha incrementado desde el 19% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones a finales de 1998 al 32% a finales de noviembre del 2004. En los períodos más recientes, los emisores han recurrido a este instrumento para financiar la proporción creciente de préstamos a tipo variable concedidos por las IFM en varios países.

La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable por las **instituciones financieras no monetarias** también ha aumentado considerablemente en los últimos años, y su porcentaje ha ascendido hasta situarse por encima del 40% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones a finales de noviembre del 2004, frente al 7% de finales de 1998. El crecimiento de la emisión neta de valores distintos de acciones a tipo de interés variable puede reflejar, en cierta medida, que algunos de los mercados más importantes de bonos de titulización hipotecaria se han desarrollado en países en los que los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se conceden predominantemente a tipo de interés variable. En este sentido, las instituciones financieras no monetarias han emitido valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable para hacer corresponder el flujo de pagos por intereses de los activos y de los pasivos. Aunque gran parte de la emisión de este sector está relacionada con la titulización de préstamos hipotecarios, también incluye algunos valores de renta fija emitidos indirectamente por sociedades no financieras a través de filiales.

En contraposición con las instituciones financieras, el porcentaje del saldo vivo de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés variable por las sociedades no financieras se ha reducido ligeramente, pasando del 16% del saldo vivo total al 13% entre finales de 1998 y finales de noviembre del 2004. Con todo, desde comienzos del 2004, parece que las empresas han preferido emitir valores de renta fija a largo plazo a tipos de interés variable para asegurarse unos costes de financiación reducidos a los plazos más cortos de la curva de rendimientos.

La proporción de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés variable por la **Administración Central**, que representaba sólo el 7% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones a finales de noviembre del 2004, ha disminuido también en los últimos años. Las emisiones netas de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable han sido negativas durante la mayor parte del período en estudio. Esto refleja, en gran medida, el hecho de que el Tesoro italiano ha sustituido progresivamente las emisiones a tipo de interés variable por emisiones a tipo de interés fijo desde mediados de los años noventa. La importante proporción de endeudamiento a tipo de interés variable en este país ha de contemplarse en un contexto de elevados tipos de interés antes del inicio de la tercera fase de la UEM. En un entorno de estabilidad de precios, la reducción de las primas por plazo en las emisiones a tipo de interés fijo ha facilitado la sustitución a favor de las emisiones a tipo de interés fijo en el segmento a largo plazo del mercado.

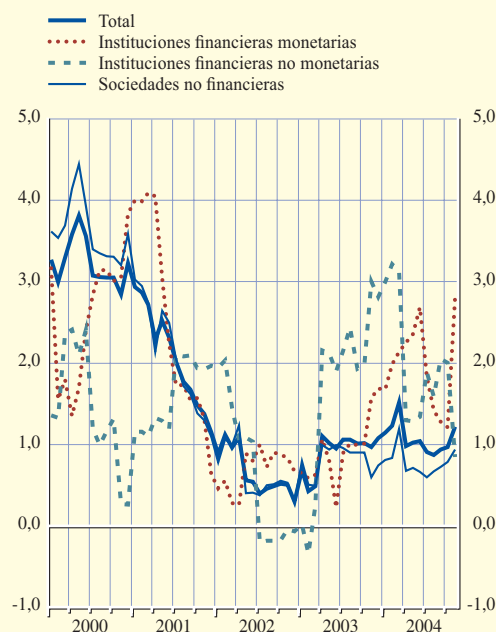
En contraste con la Administración Central, el porcentaje del saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos a tipo de interés variable por **otras Administraciones Públicas** ha pasado de ser inferior al 10% a finales de 1998 a casi el 25% a finales de noviembre del 2004, lo que sugiere que este sector puede haber tratado de aprovechar el período de bajos tipos de interés a corto plazo para reducir los pagos de intereses de su deuda pendiente.

## ACCIONES COTIZADAS

En noviembre del 2004 continuó la moderada actividad observada en el mercado primario de acciones en los dos últimos años, como se reflejó en la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, que prácticamente no se modificó y se situó en el 1,2% (véanse gráfico 6 y cuadro 3). En particular, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo reducida, en el 0,9%, en noviembre. 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) descendió 1,2 puntos porcentuales, hasta el 0,8%, como consecuencia, principalmente, de un efecto de base. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se elevó 1,6 puntos porcentuales, hasta el 2,8%, en noviembre, como consecuencia, fundamentalmente, de una sola emisión importante. En general, la moderada actividad observada en el mercado primario de acciones se debe, probablemente, a la reducida demanda de financiación externa atribuible a la mejora de los beneficios empresariales, a una recuperación, aunque sólo gradual, de las fusiones y adquisiciones, y a una limitada necesidad de recurrir a una fuente de financiación relativamente cara como la emisión de acciones en un período de costes de financiación mediante deuda muy bajos.

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.

## 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

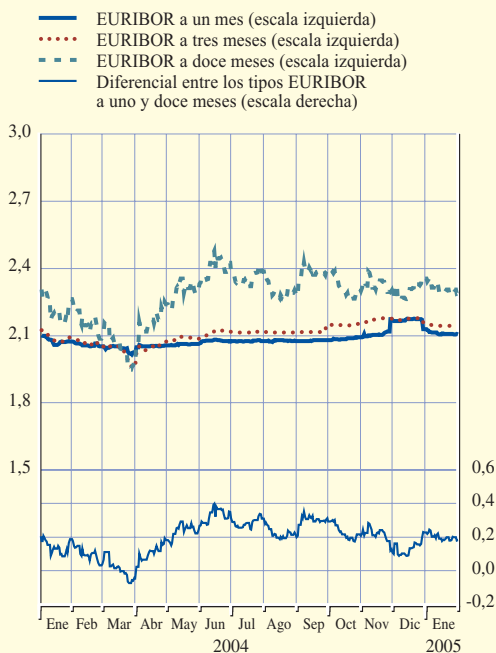
*Aunque los tipos de interés a más largo plazo registraron un descenso gradual, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables en enero del 2005. En consecuencia, la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó ligeramente durante el período de referencia.*

En enero del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo disminuyeron gradualmente desde los niveles alcanzados al final del año anterior. Este descenso fue más acusado a los plazos más largos que a los plazos más cortos de la curva de rendimientos (véase gráfico 7). En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó levemente. El 2 de febrero, el diferencial entre el EURIBOR a uno y doce meses había descendido 6 puntos básicos desde finales de diciembre del 2004 y se situaba en 18 puntos básicos.

La caída del EURIBOR observada en enero del 2005 también se reflejó en la evolución de los futuros sobre tipos de interés del mercado monetario. Los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio y septiembre del 2005 descendieron constantemente en enero, y el 2 de febrero se situaban en el 2,16%, el 2,25% y el 2,38%, respectivamente, esto es 5, 9 y 13 puntos básicos por debajo de los niveles observados a principios de mes.

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

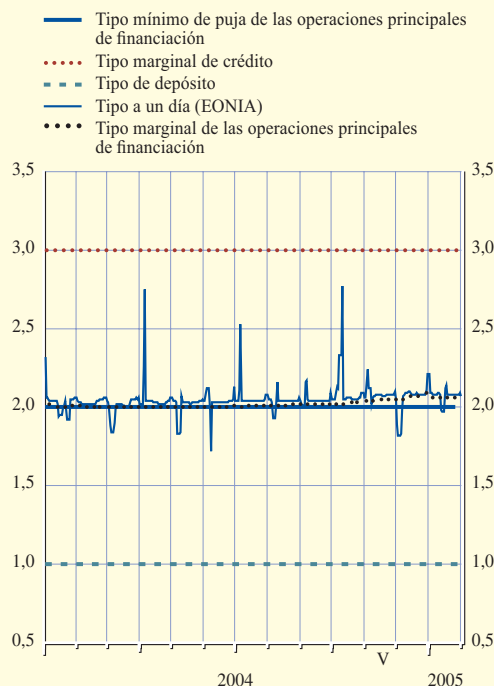
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos se mantuvieron relativamente estables entre el 3 de enero y el 2 de febrero de 2005, tras el incremento habitual observado al final del año. Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se estabilizaron en enero. Los citados tipos de las subastas se situaron en el 2,06% y el 2,07%, respectivamente, y no registraron variaciones en ninguna de las operaciones realizadas en enero del 2005. El EONIA aumentó ligeramente con respecto a meses anteriores, y se situó aproximadamente en el 2,08% durante la mayor parte de enero, excepto los últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 18 de enero de 2005. Después de la última operación principal de financiación del período de mantenimiento, inicialmente, el EONIA cayó hasta situarse por debajo del 2%, debido a las expectativas de holgura en la situación de liquidez. No obstante, el penúltimo y el último día del período de mantenimiento se elevó hasta el 2,12% y el 2,14%, respectivamente, tras registrarse un considerable e inesperado endurecimiento de la situación de liquidez en la zona del euro. La ejecución de una operación de ajuste para inyectar liquidez por importe de 8 mm de euros el 18 de enero de 2005 contribuyó a restaurar el equilibrio en la situación de liquidez y limitó un aumento más pronunciado del tipo de interés a un día el último día del período de mantenimiento de reservas (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 27 de enero de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 2,09% y el 2,10%, respectivamente, 3 y 4 puntos básicos por debajo de los tipos correspondientes en la subasta anterior (23 de diciembre de 2004). En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente el 27 de enero de 2005, los tipos marginal y medio ponderado habían descendido 4 y 5 puntos básicos, respectivamente.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En enero del 2005, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó de forma generalizada en la zona del euro y en Estados Unidos. En ambos casos, el descenso pareció ser resultado de la reducción de las tasas de inflación implícita.

### ESTADOS UNIDOS

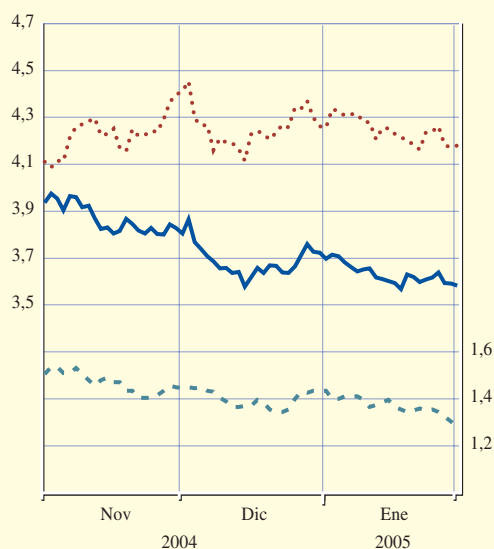
En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo disminuyó ligeramente entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, fecha en la que se situó en torno al 4,2% (véase gráfico 9). A diferencia de los rendimientos registrados en los plazos más largos, los rendimientos a corto y medio plazo aumentaron de forma significativa. Esta evolución pareció reflejar, en parte, la revisión de las expectativas del mercado respecto al ritmo de aplicación de una política monetaria más restrictiva en Estados Unidos, a raíz de la publicación, el 4 de enero, de las actas de la reunión de diciembre del 2004 del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación se incrementó en torno a 10 puntos básicos entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005. Este aumento puede indicar que en enero los participantes en el mercado revisaron ligeramente al alza sus expectativas de crecimiento

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

(en porcentaje; datos diarios)

- Zona del euro (escala izquierda)
- Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)



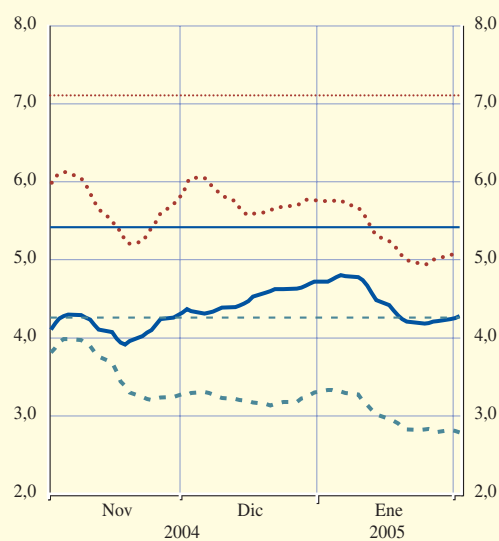
Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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)

- Alemania
- Estados Unidos
- - - Japón
- Media de Alemania desde 1999
- Media de Estados Unidos desde 1999
- - - Media de Japón desde 1999



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.

medio a largo plazo de la economía estadounidense. Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita a largo plazo, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de bonos similares indicados con la inflación, disminuyó alrededor de 10 puntos básicos, hasta situarse, el 2 de febrero, en torno al 2,6%. Este descenso fue determinado, en parte, por la publicación del índice de precios de consumo estadounidense de diciembre del 2004, que se situó en un nivel levemente inferior al esperado.

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

## JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió ligeramente entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, fecha en la que se situó cerca del 1,3%. Este comportamiento puede reflejar, en parte, cierta preocupación de los participantes en el mercado respecto al ritmo de recuperación económica, tras la publicación, en enero, de una serie de datos económicos contradictorios.

En el mismo mes, la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento de los bonos, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, disminuyó ligeramente, manteniéndose, a comienzos de febrero, en un nivel inferior a su media desde 1999.

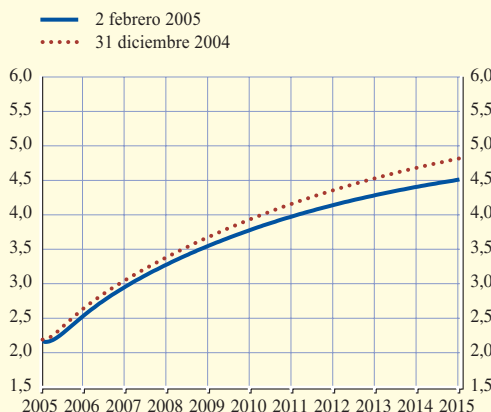
## ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en torno a 10 puntos básicos entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, fecha en la que se situó en el 3,6%. Durante el mismo período, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro se mantuvo estable, situándose, el 2 de febrero, en 55 puntos básicos. En contraste con lo observado en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro disminuyó en todos los plazos (véase gráfico 11).

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación apenas experimentó cambios entre diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, lo que parece sugerir que las expectativas de los participantes en el mercado respecto al crecimiento a largo plazo han permanecido estables en las últimas semanas, interrumpiendo la tendencia a la baja iniciada en julio del 2004. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro se redujeron ligeramente en enero, como sugiere el nivel de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de bonos similares indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que descendió unos 5 puntos básicos, hasta situarse, el 2 de febrero, en torno al 2,1%. Las tasas de inflación implícita reflejan, en alguna medida, las expectativas de los participantes en el mer-

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*.

cado acerca de la inflación a largo plazo, aunque cabe considerar estas tasas con cierta cautela, debido a la existencia de varias primas de riesgo que pueden distorsionar su interpretación.

La incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, disminuyó levemente en enero, hasta situarse algo por debajo de su media desde 1999.

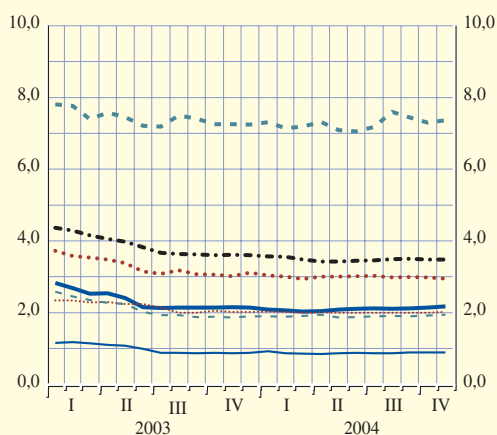
## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En noviembre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no registró variaciones, mientras que la mayoría de los tipos a largo plazo aplicados por estas instituciones a las nuevas operaciones descendió ligeramente.

**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 operaciones<sup>1)</sup>)

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



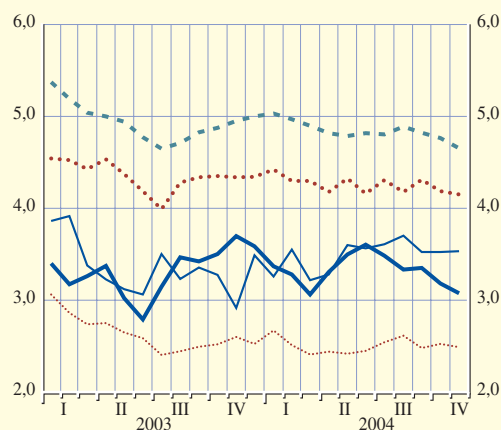
Fuente: BCE.

1) Para el período 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 operaciones<sup>1)</sup>)

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



Fuente: BCE.

1) Para el período 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.



**Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones<sup>1)</sup>**

 (en porcentaje; en puntos básicos; ponderados<sup>1)</sup>)

							Variaciones en puntos básicos hasta nov 2004			
	2004 Jun	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2003 Ene	2003 Dic	2004 Ago	2004 Oct
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>										
Depósitos de los hogares										
A plazo hasta un año	1,88	1,90	1,92	1,90	1,92	1,94	-65	5	2	2
A plazo a más de dos años	2,45	2,54	2,61	2,48	2,53	2,49	-57	-4	-12	-4
Disponibles con preaviso hasta tres meses										
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,02	-32	0	2	2
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras										
Depósitos de las sociedades no financieras	0,88	0,87	0,87	0,90	0,89	0,89	-27	1	2	0
Depósitos de las sociedades no financieras										
A plazo hasta un año	1,99	1,99	1,98	2,00	2,04	2,04	-68	4	6	0
A plazo a más de dos años	3,56	3,61	3,70	3,52	3,53	3,53	-33	4	-17	0
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>										
Préstamos a hogares para consumo										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año										
	7,06	7,18	7,59	7,44	7,30	7,36	-45	12	-23	6
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año										
	3,45	3,46	3,49	3,50	3,49	3,48	-88	-13	-1	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años										
	4,82	4,80	4,89	4,82	4,76	4,65	-72	-35	-24	-11
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras										
	5,44	5,37	5,40	5,38	5,40	5,37	-83	-21	-3	-3
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										
	3,97	4,02	4,02	3,99	4,01	4,01	-86	-1	-1	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años										
	4,72	4,68	4,71	4,70	4,65	4,55	-60	-26	-16	-10
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										
	3,01	3,03	2,98	3,00	2,98	2,95	-78	-16	-3	-3
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años										
	4,16	4,31	4,18	4,31	4,19	4,15	-39	-19	-3	-4
<b>Pro memoria:</b>										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	-66	2	6	2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,74	2,70	2,53	2,60	2,47	2,41	-23	-17	-12	-6
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,60	3,49	3,33	3,35	3,18	3,08	-32	-51	-25	-10

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.

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no experimentó variaciones en noviembre del 2004 (véanse gráfico 12 y cuadro 4). Desde una perspectiva algo más a largo plazo, en los once primeros meses del 2004, los tipos a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos sólo se modificaron ligeramente, mientras que la mayoría de los tipos de interés comparables aplicados a los préstamos descendieron moderadamente. Por ejemplo, entre diciembre del 2003 y noviembre del 2004, los tipos 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)

descendieron, en general, más de 10 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos de menor cuantía (por importe inferior a un millón de euros) a las sociedades no financieras prácticamente no han cambiado desde diciembre del 2003, mientras que los tipos a corto plazo a los préstamos de mayor cuantía (por importe superior a un millón de euros) descendieron más de 15 puntos básicos. En cambio, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se mantuvo estable hasta noviembre 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 descendió levemente en noviembre del 2004 (véanse gráfico 13 y cuadro 4), y únicamente el tipo de interés de los préstamos a hogares con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años descendió más de 10 puntos básicos.

Si se considera un horizonte a más largo plazo, entre diciembre del 2003 y noviembre del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo disminuyeron, sobre todo los aplicados a los préstamos. No obstante, en general, las reducciones registradas en los citados tipos de interés durante el mencionado período fueron algo menos pronunciadas que las observadas en los tipos de mercado a plazos similares, más volátiles (por ejemplo, el rendimiento de la deuda pública a cinco años descendió más de 50 puntos básicos en el período de referencia), lo que en cierta medida puede deberse a la lenta transmisión habitual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito. Por ejemplo, durante este período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos (por importe tanto inferior como superior a un millón de euros y un período inicial de fijación de más de cinco años) a las sociedades no financieras descendieron entre 20 y 25 puntos básicos, y el tipo aplicado a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación de más de cinco años y hasta diez años se redujo unos 35 puntos básicos.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En enero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro subieron, mientras que las de Estados Unidos bajaron durante el mismo periodo. Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se beneficiaron de los favorables resultados empresariales y del descenso de los tipos de interés a largo plazo.*

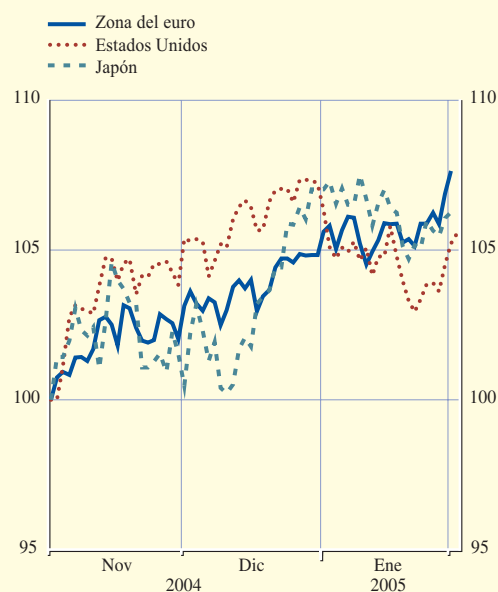
### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el índice Standard & Poor's 500 amplió cayó en torno al 1% entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005 (véase gráfico 14). El descenso de las cotizaciones bursátiles parece haber sido determinado, en cierta medida, por el efecto negativo de la elevación de los tipos de interés reales, que reduce el valor actual de los activos financieros. El descenso fue generalizado, pero fue mucho más fuerte en las cotizaciones bursátiles de empresas de los sectores de tecnología y telecomunicaciones, que tienden a ser más volátiles. Entre los demás sectores, el de la energía, en el que las cotizaciones bursátiles subieron, fue una notable excepción. Los nuevos aumentos de los precios del petróleo pueden haber contribuido a esta evolución.

La incertidumbre de los mercados de renta variable estadounidenses, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, se mantuvo prácticamente estable entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, permaneciendo en un nivel muy inferior a su media desde 1999 (véase gráfico 15).

Gráfico 14 Índices bursátiles

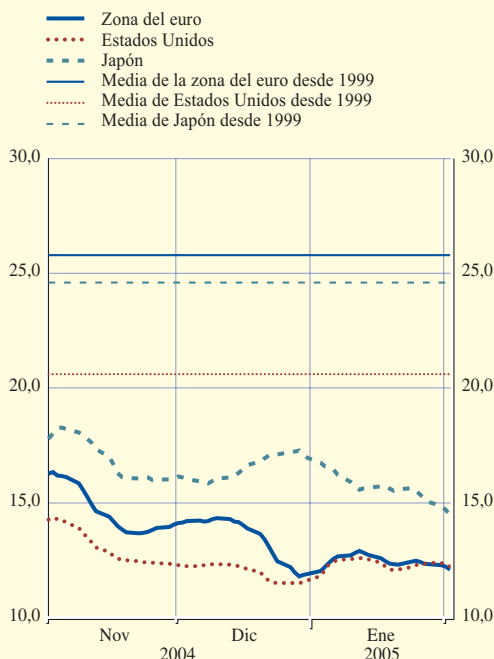
(índice: 1 noviembre 2004 = 100; datos diarios)



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 período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades 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.

## JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, perdieron alrededor de un 1% entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005. Este ligero retroceso general del índice bursátil fue reflejo de cierta preocupación por parte de los participantes en el mercado respecto al ritmo de recuperación económica y su impacto negativo sobre el crecimiento futuro de los beneficios empresariales. El descenso de las cotizaciones bursátiles fue más pronunciado en el sector tecnológico.

La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, que mide la incertidumbre del mercado japonés de renta variable, se redujo ligeramente entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, permaneciendo muy por debajo de su media desde 1999.

## ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles ganaron en torno a un 3% entre finales de diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005. Esta subida fue resultado del impacto positivo de la reducción de los tipos de interés a largo plazo y de la publicación de datos favorables sobre del crecimiento de los beneficios empresariales, que se estabilizó en niveles muy altos en enero, según los datos de la encuesta de Thomson Financial Datastream.

La evolución por sectores mostró tendencias bastante opuestas. Las cotizaciones bursátiles experimentaron un ligero descenso en el sector tecnológico, mientras que las del sector energético y del sector industrial superaron el índice general, como consecuencia del incremento de los precios del petróleo y de los beneficios empresariales.

La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, registró escasas variaciones entre diciembre del 2004 y el 2 de febrero de 2005, siendo así que la volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo muy por debajo de su media desde 1999.

### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC se elevó al 2,4% en diciembre del 2004, desde el 2,2% registrado en noviembre, dado que el aumento de los precios de los alimentos compensó con creces la caída de los precios de la energía. La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales se mantuvo, en general, estable en diciembre, mientras que los indicadores de costes laborales disponibles hasta el tercer trimestre del 2004 sugieren que las presiones salariales permanecieron moderadas. De cara al futuro, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen caracterizándose por la volatilidad, como consecuencia de las nuevas subidas de los precios del petróleo. Aunque la inflación debería volver a niveles inferiores al 2% en el transcurso del 2005, persisten riesgos alcistas, especialmente en relación con la evolución de los precios del petróleo y con la posibilidad de que se produzcan nuevos incrementos de los precios administrados y de los impuestos.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE ENERO DEL 2005

En el momento en el que se redacta el presente capítulo, no se dispone del avance de Eurostat sobre la inflación en enero del 2005. La publicación del avance estaba prevista para el 4 de febrero de 2005. Sin embargo, es probable que la inflación medida por el índice general haya disminuido en enero, como resultado de efectos de base del aumento de los impuestos sobre el tabaco y de los precios administrados registrado en enero del 2004 y de los efectos retardados que los descensos de los precios del petróleo observados entre octubre y diciembre tuvieron sobre los precios de la energía. No obstante, esta valoración presenta un grado de incertidumbre más alto de lo habitual, debido al patrón cambiante de las rebajas estacionales, que inciden particularmente en los datos del IAPC de enero.

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

En diciembre del 2004, el último mes para el que se dispone de información detallada, la inflación se elevó al 2,4%, desde el 2,2% de noviembre (véase cuadro 5). Este dato se situó 0,1 puntos porcentuales por encima del avance de Eurostat publicado a comienzos de enero. El aumento de la inflación fue determinado, fundamentalmente, por el incremento de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados, que compensó sobradamente la caída de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. Los otros dos componentes principales del IAPC (los bienes industriales no energéticos y los servicios) apenas experimentaron cambios. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, aumentó al 2,1%

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

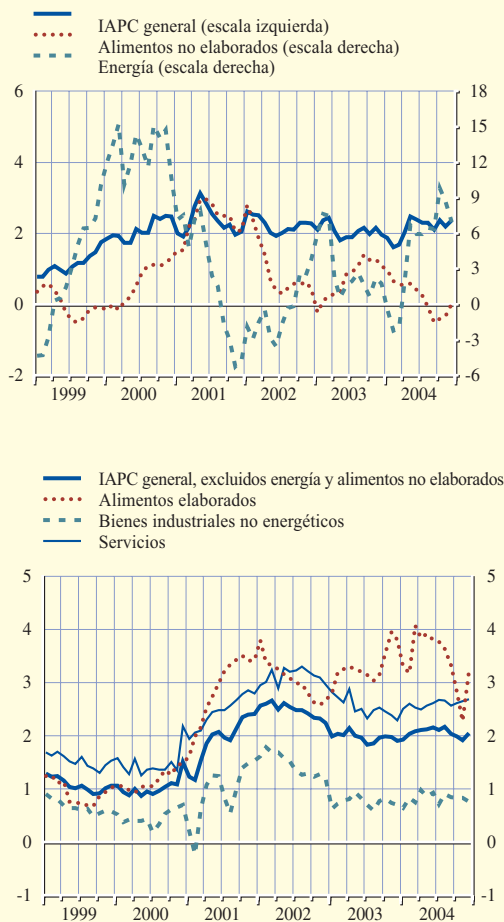
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	.
Energía	3,0	4,5	6,5	6,4	9,8	8,7	6,9	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	0,1	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	3,6	3,3	2,8	2,3	3,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	1,4	2,3	3,1	3,3	4,0	3,7	3,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	34,1	35,0	39,4	34,5	30,0	33,6
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	11,0	6,9	3,7	0,4	-0,2	-2,0

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

### Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

en diciembre, frente al 1,9% registrado en el mes anterior, como consecuencia del comportamiento de los precios de los alimentos elaborados.

Los datos de diciembre muestran que en el 2004 la inflación media se situó en el 2,1%, el mismo nivel que en el 2003. Sin embargo, esta estabilidad oculta una dinámica algo diferente de los principales componentes. En particular, la evolución moderada de los precios de los alimentos no elaborados fue compensada por el fuerte incremento de los precios de la energía. Por otro lado, la relativa estabilidad de los componentes del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, encubre el impacto significativo del aumento de los impuestos sobre el tabaco y de los precios administrados observado en el 2004. Sin estos factores, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se hubiera reducido, como reflejo de la moderación salarial, de un crecimiento económico contenido y del efecto beneficioso de la fortaleza del tipo de cambio del euro sobre los precios de importación.

Por lo que se refiere a los resultados de diciembre del 2004, los componentes más volátiles del IAPC, es decir, los alimentos no elaborados y la energía, mostraron tendencias opuestas. Los precios de la energía bajaron un 1,8% en tasa intermensual, reflejo del descenso de los precios del petróleo (especialmente de los precios en euros) registrado entre octubre y diciembre. Sin embargo, aunque la tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en diciembre, hasta el 6,9% desde el 8,7%, siguió siendo alta. Los precios de los alimentos no elaborados se elevaron en diciembre, como resulta-

do, principalmente, del incremento de los precios de las hortalizas y, en menor medida, de los precios de las frutas. No obstante, debido a la evolución favorable observada en el verano del 2004, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados permaneció en un nivel reducido, el 0,1%.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, aumentó al 2,1% en diciembre, desde el 1,9% del mes anterior (véase gráfico 16). Este aumento fue debido, casi enteramente, al impacto que tuvieron sobre los precios de los alimentos elaborados los nuevos incrementos de los impuestos sobre el tabaco registrados en Alemania e Italia, que elevaron la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados hasta el 3,2%, desde el 2,3% de noviembre. Sin embargo, si se excluyen los precios del tabaco, los precios de los alimentos elaborados mostraron una evolución moderada. Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvieron estables en el 0,8% y el 2,7%, respectivamente. En cuanto a los precios de los servicios, el fuerte aumento observado en la tasa de variación interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros fue consecuencia, en gran medida, de cambios en las comisiones sobre los billetes de aviación en Italia.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, disminuyó ligeramente en diciembre del 2004, hasta el 3,6% desde el 3,7% de noviembre (véase gráfico 17). Sin embargo, esta pequeña variación ocultó tendencias divergentes en el comportamiento de los precios industriales de la energía y de los bienes de consumo. Los primeros descendieron en línea con la evolución de los precios del petróleo entre octubre y diciembre, mientras que los segundos experimentaron un acusado aumento, como resultado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania e Italia. Este factor determinó también el incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la energía, que se situó en el 2,9% en diciembre, frente al 2,7% registrado en noviembre.

En cuanto a los distintos componentes del IPRI, los precios de los bienes intermedios siguieron estabilizándose en diciembre, tras haber crecido notablemente en el segundo semestre del 2004. Esta evolución es resultado del comportamiento de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, así como de la apreciación del tipo de cambio del euro. Por el contrario, prosiguió la subida de los precios industriales de los bienes de equipo, que reflejaron un mayor retardo en la transmisión de la evolución de los precios de las materias primas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo experimentó un pronunciado aumento en diciembre, situándose en el 1,5%, frente al 1% de noviembre, como consecuencia del impacto de los incrementos de los impuestos sobre el tabaco observados en Alemania e Italia (los precios industriales incluyen las tasas y los impuestos, a excepción del IVA). Si se excluyen los efectos de los alimentos y del tabaco, que representan aproximadamente el 50% del componente de bienes de consumo, la tasa de variación se mantiene en un nivel más reducido, aunque se ha elevado ligeramente desde comienzos del 2004.

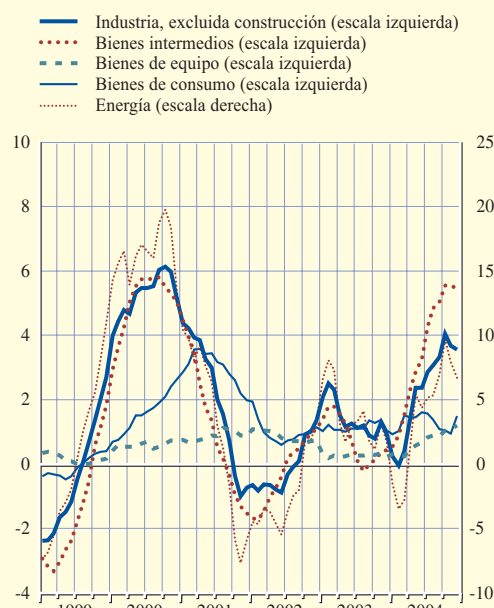
Los datos de enero del 2005 procedentes de las encuestas de opinión sugieren que, mientras que los precios industriales siguen subiendo, la tasa de variación puede estar empezando a bajar. En el sector manufacturero, el índice de precios de la zona del euro obtenido de la encuesta a los directores de compras volvió a descender ligeramente en enero, tras el máximo alcanzado en octubre. Sin embargo, el índice se mantuvo por encima de 50, lo que indica que los precios de los bienes intermedios volvieron a aumentar. Por otro lado, la elevación del índice de precios cobrados por el sector manufacturero registrada en enero señalaría la transmisión de parte del incremento de los precios de los bienes intermedios a lo largo la cadena de precios.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El mes pasado, no se ha podido disponer de ningún indicador de costes laborales relativo al cuarto trimestre del 2004. Por lo tanto, los indicadores disponibles se refieren todavía a la evolución observada hasta el tercer trimestre

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

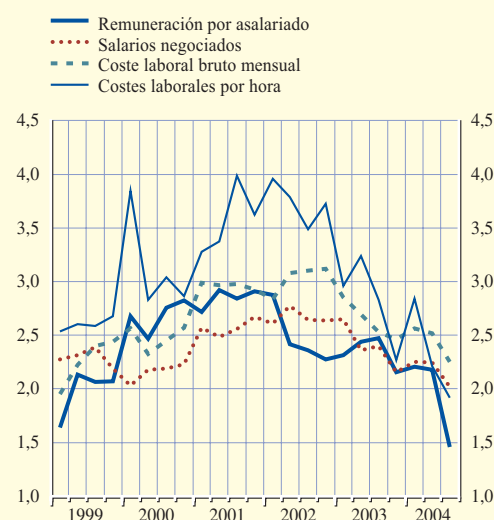


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



**Gráfico 18 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

del 2004 (véanse cuadro 6 y gráfico 18). En general, las presiones de los costes laborales se mantuvieron moderadas. Como se indicaba en el Boletín Mensual anterior, el marcado descenso de la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre estuvo relacionado con el calendario de pagos del sector público en Italia. Sin embargo, si se excluye este factor, no cambia la valoración de una evolución salarial moderada, al haberse observado un patrón generalmente similar en la evolución de los costes laborales por hora y de los salarios negociados.

Asimismo, aunque la tasa de variación de la productividad del trabajo ha experimentado una leve desaceleración en el tercer trimestre del 2004, el crecimiento de los costes laborales unitarios se ha mantenido en un nivel reducido. De cara al futuro, siempre que se mantenga la contención de las presiones salariales y que continúe la recuperación de la actividad económica, debería seguir registrándose un bajo nivel de crecimiento de los costes laborales unitarios.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, la volatilidad de las tasas de inflación interanual persistirá probablemente, como reflejo, en particular, del comportamiento de los precios del petróleo. Sin embargo, en el transcurso del 2005 si no se producen nuevas perturbaciones adversas, la inflación medida por el IAPC debería descender por debajo del 2%. En las circunstancias actuales, existen escasos indicios de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. Con todo, a medio plazo existen riesgos alcistas derivados de los precios del petróleo, de potenciales efectos indirectos y de posibles nuevos aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Estas perspectivas están, en general, en línea con las previsiones de los expertos del sector privado (véase el recuadro titulado «Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2005 y otros indicadores disponibles»).

**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	1,9
Coste laboral bruto mensual	3,0	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,3
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.

## Recuadro 4

**EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO RESPECTO A LA INFLACIÓN Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL PRIMER TRIMESTRE DEL 2005 Y OTROS INDICADORES DISPONIBLES**

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima sexta encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 20 y el 26 de enero de 2005. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

**Expectativas de inflación para los años 2005 y 2006**

En comparación con la encuesta anterior, las expectativas de inflación para el 2005 no experimentaron cambios, mientras que las relativas al 2006 fueron revisadas a la baja en 0,1 puntos porcentuales. Los encuestados esperan ahora que la inflación medida por el IAPC descienda gradualmente en los dos próximos años, desde un promedio del 1,9% en el 2005 al 1,8% en el 2006. Estas expectativas están 0,1 puntos porcentuales por encima de las recogidas por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro. En los próximos meses, una amplia mayoría de expertos espera que el impacto alcista retardado de la reciente evolución de los precios del petróleo se vea contrarrestado, en parte, por varios factores, como la moderación salarial, los efectos de base de los precios administrados y de los precios de los alimentos y la persistente fortaleza del euro.

**Resultados de la encuesta EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

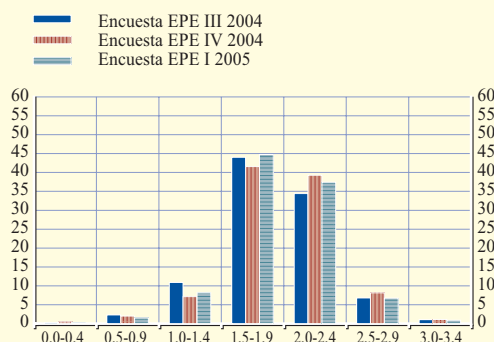
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	Dic 2005	2005	Dic 2006	2006	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE I 2005	1,7	1,9	1,8	1,8	1,9
Encuesta EPE anterior (EPE IV 2004)	-	1,9	-	1,9	1,9
Consensus Economics (enero 2005)	-	1,8	-	1,7	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2005)	-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

1) En porcentaje de la población activa.

2) En la encuesta EPE actual y en la anterior, así como en el Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2009. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al periodo 2010-2014 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de octubre del 2004).

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

(en porcentaje)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2005 en las tres últimas encuestas. Desde la encuesta precedente, la distribución de probabilidad se ha concentrado más en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, lo que sugiere una reducción de la incertidumbre de los encuestados en relación con la tasa media de inflación prevista para el 2005. Sin embargo,

la distribución de probabilidad apunta también claramente a un riesgo alcista, ya que los expertos consideran que existe una probabilidad del 37,6% de que la inflación se sitúe entre el 2% y el 2,4% en el 2005. Los principales riesgos señalados por los encuestados proceden de los precios de las materias primas y del petróleo, así como de posibles medidas fiscales no anunciadas.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo no experimentaron cambios, permaneciendo en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en trece encuestas EPE consecutivas. Esta previsión se corresponde con la estimación que el Barómetro de la Zona del Euro ha publicado recientemente y se sitúa 0,1 puntos porcentuales por debajo de la estimación publicada por Consensus Economics hace tres meses (Consensus Economics publicará en abril del 2005 una información más actualizada sobre las expectativas de inflación a largo plazo). La distribución de probabilidad asignada a la previsión de inflación a largo plazo ha descendido en las dos últimas encuestas EPE, lo que sugiere que los riesgos para las expectativas de inflación a largo plazo están ligeramente más equilibrados<sup>1</sup>.

Por lo que se refiere a los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo extraídos de los instrumentos financieros, la tasa de inflación implícita a diez años obtenida de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, se ha moderado en las últimas semanas, aunque permanece en un nivel relativamente alto<sup>2</sup>. No obstante, el diferencial entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación no es una simple medida de las expectativas de inflación, sino que puede recoger también las primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, la tasa de inflación implícita puede elevarse cuando los inversores muestran una mayor incertidumbre respecto a sus previsiones y están dispuestos a pagar una prima de cobertura. En consecuencia, el reciente descenso de la tasa de inflación implícita puede estar relacionado con el hecho de que los riesgos para las expectativas de inflación a largo plazo estén ligeramente más equilibrados, tal y como se desprende de la encuesta EPE.

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

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

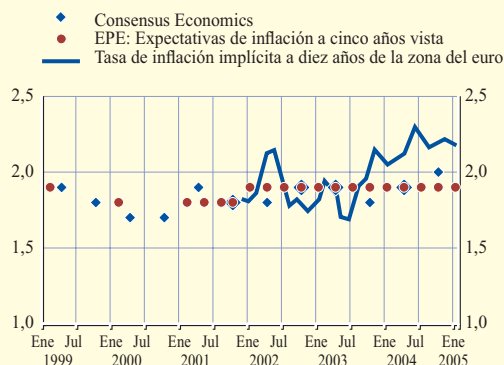
### Expectativas de crecimiento del PIB real y de desempleo de la zona del euro

En relación con la encuesta EPE anterior, para el 2005 las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,8%. La estimación para el 2006 se situó en el 2,1%, que es superior a la del 2005, pero que se ha revisado a la baja 0,1 puntos porcentuales en comparación con la encuesta precedente. Los encuestados consideran que uno de los principales motivos de la revisión a la baja del crecimiento del PIB fue el tipo de cambio entre el dólar y el euro. Los expertos han revisado al alza las previsiones relativas a los tipos de cambio y esperan ahora que persista la fortaleza del euro durante el resto del 2005. Otras razones aducidas fueron el alto nivel de precios del petróleo y el debilitamiento de la demanda mundial, que explican los riesgos a la baja. En cuanto a los factores que pueden favorecer el crecimiento, los encuestados mencionaron las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad. Las previsiones de la encuesta EPE son ligeramente más optimistas que las recientes estimaciones del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics, que se sitúan en el 1,7% y el 2% en el 2005 y 2006, respectivamente (véase cuadro anterior). En relación con las tasas de crecimiento a largo plazo del PIB, la encuesta EPE recoge unas expectativas a cinco años vista (es decir, para el 2009) del 2,3%, lo que supone una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente. Sin embargo, esta revisión obedece principalmente a motivos de redondeo.

Las expectativas de desempleo para el 2005 y 2006 no varían en comparación con la encuesta anterior y se mantienen en el 8,8% y el 8,5%, respectivamente. Los encuestados no revisan sus estimaciones, pese a la revisión a la baja del crecimiento del PIB. Sin embargo, consideran que los principales factores que impedirán un descenso más acelerado del desempleo en los próximos años serán el ritmo gradual de crecimiento del PIB y la reducida utilización de la capacidad productiva. La tasa esperada de desempleo en el 2009 se sitúa en el 7,5%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior. Nuevamente, los encuestados subrayan que el descenso de la tasa de paro a largo plazo dependerá de las reformas del mercado de trabajo. Asimismo, señalan que la recuperación del crecimiento económico y la evolución demográfica contribuirán probablemente también a la reducción del desempleo.

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

(tasas medias de variación interanual)



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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento del PIB real en la zona del euro descendió en el tercer trimestre del 2004, frente al primer semestre del año, debido principalmente a la mayor debilidad del crecimiento de las exportaciones y del consumo privado. La información disponible en el cuatro trimestre sugiere la continuidad de un crecimiento moderado. Al mismo tiempo, la situación del mercado de trabajo se mantuvo prácticamente estabilizada en el segundo semestre del 2004. Un análisis de los distintos factores que influyen en la actividad de la zona del euro apunta a un leve fortalecimiento de la actividad durante el 2005.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro confirmó que el PIB real creció un 0,3% en el tercer trimestre del 2004, frente al incremento medio del 0,6% observado en el primer semestre del año (véase gráfico 19).

El menor crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2004 es atribuible, principalmente, a la mayor debilidad de las exportaciones y del consumo privado. El crecimiento de las exportaciones disminuyó un 1,5% en tasa intertrimestral, frente al 2,2% observado en promedio en la primera mitad del año, lo que se pudo deber, en parte a la corrección efectuada después de la expansión especialmente fuerte de las exportaciones registrada en el primer semestre del año. Además, cabe pensar que este crecimiento de las exportaciones se ha visto influido por la apreciación del euro y la desaceleración del comercio mundial. El crecimiento del consumo privado se redujo del 0,4% en promedio en el primer semestre del 2004 al 0,1% en el tercer trimestre. Es probable que la mejora gradual registrada en los mercados de trabajo y la subida de los precios del petróleo en el 2004 hayan afectado al consumo como resultado de sus

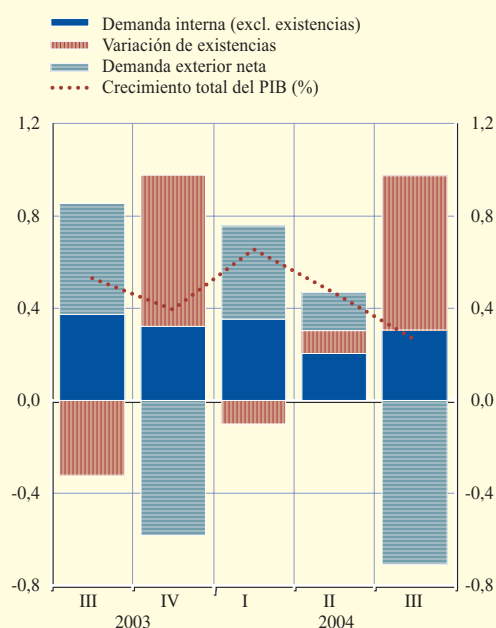
desfavorables efectos sobre la renta real. Mientras tanto, el crecimiento de la inversión pasó de niveles cercanos a cero en el primer semestre del año al 0,7% del tercer trimestre.

En cuanto a las ramas de actividad, la menor tasa de crecimiento afectó a las principales ramas, siendo el crecimiento en la industria, la construcción y los servicios de mercado más lento en el tercer trimestre que en el primer semestre del año.

En el recuadro 5 se examina la utilidad de las estimaciones de la brecha de producción, en especial desde la perspectiva del análisis contemporáneo de la política económica.

**Gráfico 19 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

El crecimiento de la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) mantuvo su debilidad en noviembre del 2004, lo que apunta a una moderación de la actividad en el conjunto del cuatro trimestre. La apreciación del euro y la desaceleración del crecimiento mundial son dos factores importantes que pueden explicar

## Recuadro 5

## LA FIABILIDAD O NO FIABILIDAD DE LAS ESTIMACIONES SINCRÓNICAS DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN

La brecha de producción, que se define como la diferencia entre los niveles potenciales y reales del producto de una economía, expresada en porcentaje del producto potencial (que se define, a su vez, como el producto que puede alcanzarse cuando los factores de producción se utilizan a niveles no inflacionistas), es un indicador empleado habitualmente para mostrar de forma resumida el margen no utilizado de la capacidad productiva de una economía. Lamentablemente, una serie de problemas relativos a aspectos metodológicos y estadísticos de la estimación de la brecha de producción —y la ausencia de consenso sobre el mejor modo de calcular este indicador— dan lugar a que las estimaciones varíen de un método a otro, a menudo de forma significativa. Además, las estimaciones tienden a revisarse sustancialmente a lo largo del tiempo, cualquiera que sea el método utilizado para el cálculo. En este recuadro se examina la utilidad de las estimaciones de la brecha de producción, en concreto desde la perspectiva del análisis contemporáneo de la economía y la política. Se llega a la conclusión de que las estimaciones de la brecha de producción incorporan una incertidumbre tal que su empleo en cuestiones prácticas de política monetaria es muy limitado, y no pueden sustituir a valoraciones más completas de los factores que pueden influir en el margen no utilizado de la capacidad productiva de una economía.

## Problemas en la estimación de la brecha de producción

La incertidumbre que caracteriza a las estimaciones de la brecha de producción procede de varias fuentes. En primer lugar, no hay acuerdo respecto a cómo debe modelizarse la brecha de producción. Los distintos modelos y métodos tienden a producir estimaciones significativamente diferentes (lo que se denomina «incertidumbre del modelo»). En segundo lugar, cada método requiere la estimación de uno o más parámetros no observados, que pueden cambiar en el tiempo, como resultado, por ejemplo, de cambios estructurales. Dadas las limitaciones de las técnicas de estimación disponibles y los períodos muestrales relativamente cortos que existen para muchas variables, los parámetros tienden a estimarse con un grado significativo de incertidumbre (lo que se denomina «incertidumbre de los parámetros»). Por último, los datos utilizados para estimar la brecha de producción suelen revisarse con el tiempo, a veces considerablemente, lo que significa que pueden producirse también importantes revisiones en las estimaciones de la brecha de producción (esto se denomina «incertidumbre de los datos»)<sup>1</sup>.

El problema del cálculo bajo condiciones de incertidumbre es aún más grave en el caso de las estimaciones sincrónicas (es decir, las estimaciones de la brecha de producción para el período durante el cual se lleva a cabo la estimación), que serían, en principio, las de mayor interés para el análisis de la economía y la política. La poca fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción surge de la falta de datos para el período más reciente (para el que se suele utilizar una estimación preliminar basada en información muy limitada), de las revisiones de los datos publicados (que, en general, son mayores para los datos más recientes), de la inestabilidad del final de la muestra (es decir, las estimaciones del período final de la muestra tienden a variar considerablemente con la incorporación de una observación o de un pequeño número de ellas, independientemente de las revisiones de los datos) y, para las estimaciones condicionadas a las proyecciones del período siguiente, de las revisiones de las proyecciones. Algunos estudios empíricos recientes han mostrado que la fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción es muy escasa<sup>2</sup>. Lógicamente, las previsiones de la brecha de producción sufren de un grado de incertidumbre aún mayor.

1 Para más información, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2000.

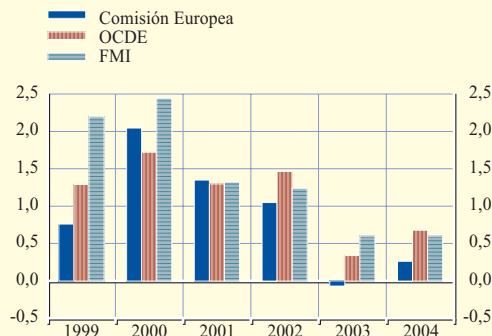
2 Para Estados Unidos, véase Orphanides y van Norden, «The unreliability of output-gap estimates in real time», *The Review of Economics and Statistics*, November 2002, vol. 84 (4), pp. 569-583; para el Reino Unido, véase Nelson y Nikolov, «UK inflation in the 1970s and 1980s: the role of output gap mismeasurement», *Journal of Economics and Business*, 2003, vol. 55, pp. 353-370; y para Canadá, véase Cayan y van Norden, «La fiabilité des estimations de l'écart de production au Canada», Bank of Canada Working Paper 2002-10.

## Evidencia sobre la brecha de producción de la zona del euro

No existen series temporales de datos sincrónicos suficientemente largas para la zona del euro<sup>3</sup>. Sin embargo, pueden utilizarse estimaciones publicadas desde 1999 por algunos de los más importantes organismos internacionales para arrojar cierta luz sobre la magnitud de las revisiones de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción. Las revisiones de las estimaciones de la brecha de producción publicadas por la Comisión Europea, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OECD) y el FMI entre los años 1999 y 2004 (obtenidas como la diferencia entre las estimaciones publicadas durante los años correspondientes y la última estimación) son significativas y suelen ser de la misma magnitud que la propia brecha de producción estimada, o incluso mayor (véase gráfico A). La envergadura de estas revisiones parece haberse reducido al final de este período, pero hay que tener en cuenta que las últimas estimaciones son susceptibles de registrar cambios adicionales, que reflejan el problema ya mencionado de la inestabilidad del final de la muestra.

**Gráfico A Revisiones de las estimaciones de la brecha de producción**

(en puntos porcentuales)

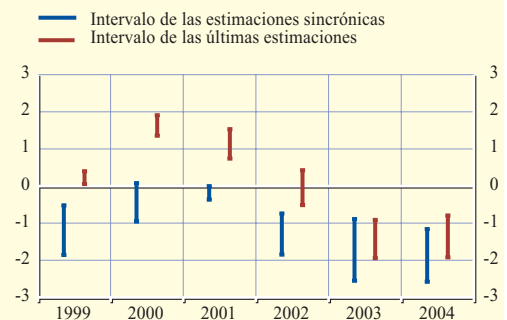


Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.

Nota: El gráfico muestra la diferencia entre las últimas estimaciones (otoño del 2004, Comisión Europea y FMI, y diciembre del 2004, OCDE) y las estimaciones publicadas durante el año correspondiente (estimaciones de primavera, Comisión Europea y FMI, y junio, OCDE).

**Gráfico B Intervalos de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción y de las últimas estimaciones**

(en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.

Nota: El gráfico muestra los intervalos de las estimaciones publicadas por los tres organismos. Los intervalos de las estimaciones publicadas durante el año correspondiente (primavera y junio) aparecen en azul, mientras que los intervalos de las últimas estimaciones (otoño del 2004 y diciembre de 2004) figuran en rojo.

Como se observa en el gráfico B, el intervalo de las estimaciones (tanto de las estimaciones sincrónicas como de las últimas estimaciones) tiende a ser relativamente amplio, a menudo por encima de 1 punto porcentual, lo que proporciona un ejemplo de la llamada incertidumbre del modelo. También puede apreciarse que el intervalo de las estimaciones sincrónicas no suele solaparse con el de las últimas estimaciones, lo que sugiere que la fiabilidad de las primeras es bastante escasa. Las estimaciones sólo se solapan en los años 2003 y 2004, pero nuevas revisiones de los datos más recientes probablemente conllevarán cambios de las últimas estimaciones, que las alejarán de las estimaciones sincrónicas.

3 Para cierta evidencia sobre la fiabilidad de las estimaciones de la brecha de producción de la zona del euro, véase Proietti, Musso y Westernmann, «Estimating potential output and the output gap for the euro area: a model-based production function approach» European University Institute, Florence, Economic Working paper ECO 2002/09; Rünstler, «The information content of output gaps in real time: an application to the euro area», documento de trabajo del BCE n.º 182, septiembre 2002), y Camba-Méndez y Rodríguez Palenzuela, «Assessment Criteria for Output Gap Estimates», *Economic Modelling*, mayo 2003, vol. 20, n.º 3, pp. 528-561.



**Comparación del signo de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción y de las últimas estimaciones (por niveles y tasas de crecimiento interanual)**

	Signo de los niveles de la brecha de producción			Signo de las tasas de crecimiento de la brecha de producción		
	Comisión Europea	OCDE	FMI	Comisión Europea	OCDE	FMI
1999	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Opuesto
2000	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Mismo	Mismo	Mismo
2001	Mismo	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Opuesto	Mismo
2002	Opuesto	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo	Opuesto
2003	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo
2004	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo	Mismo	Opuesto

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de la Comisión Europea, la OCDE y el FMI.

El grado de imprecisión de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción puede también valorarse comparando el signo de las estimaciones sincrónicas con el signo de las últimas estimaciones disponibles. En cuanto al nivel de la brecha de producción, las últimas estimaciones tienen un signo diferente al de las estimaciones sincrónicas en casi la mitad de los casos (véase cuadro siguiente). Más concretamente, mientras que, en general, se consideró que la brecha de producción de la zona del euro estimada sincrónicamente había sido negativa entre los años 1999 y 2004, al estimarla posteriormente se observó que la brecha había sido positiva durante, aproximadamente, la mitad de esos años. En los primeros años del período pueden apreciarse diferencias mayores, pero, de nuevo, revisiones adicionales de las últimas estimaciones podrían dar lugar a que, también para esos años, el signo de las estimaciones finales sea diferente que el de la estimación sincrónica. La incertidumbre en torno al signo de las modificaciones estimadas en la brecha de producción parece ser ligeramente más reducida, pero aquí también el grado de incertidumbre sigue pareciendo significativo.

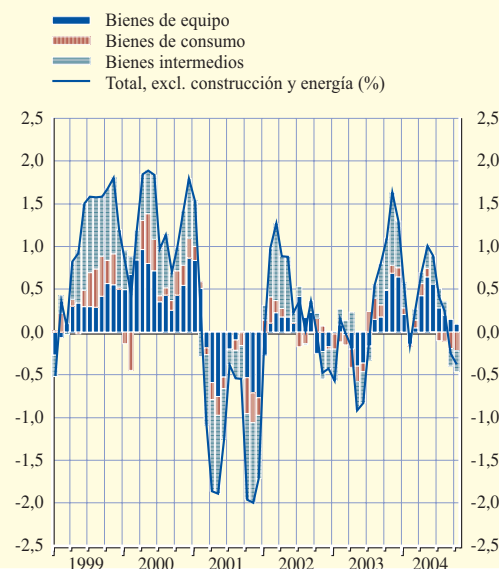
En resumen, hay evidencia de peso acerca de que las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción de la zona del euro tienden a ser poco fiables, lo que coincide con la evidencia procedente de otras áreas económicas. Si bien no puede excluirse que, en algunos contextos, como la modelización o la predicción, las estimaciones de la brecha de producción puedan representar un papel de gran utilidad (siempre que se tenga en cuenta el grado de incertidumbre), está claro que para el análisis de la económica y la política no se le debe dar una importancia excesiva. Por el contrario, más que centrarse en un o varios indicadores sintéticos, el examen sincrónico del margen no utilizado de la capacidad productiva de una economía y, de forma más general, el análisis económico de los riesgos para la estabilidad de precios debería basarse en un amplio conjunto de indicadores<sup>4</sup>.

esta evolución. La producción industrial cayó un 0,4% en términos intermensuales en noviembre del 2004, tras un descenso del 0,6% en octubre. En términos de medias móviles de tres meses, la producción industrial se redujo un 0,2% entre agosto y octubre, tras un descenso similar en el período de tres meses transcurrido hasta septiembre.

Desde una perspectiva sectorial, el descenso menos acusado registrado en noviembre, en comparación con octubre, se debió principalmente a la evolución de la producción de bienes de consumo y de la energía. Esta última se redujo un 0,4% en términos intermensuales, tras una contracción del 1,4% en el mes anterior. La reducción de la producción de bienes de consumo en noviembre fue menor que en octubre, debido al mayor crecimiento de la producción de bienes de consumo no duradero. En contraposición, la producción de bienes de consumo duradero se deterioró entre octubre y noviembre. La producción de bienes intermedios registró una caída del 0,1% en noviembre, mientras que la producción de bienes de

**Gráfico 20 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

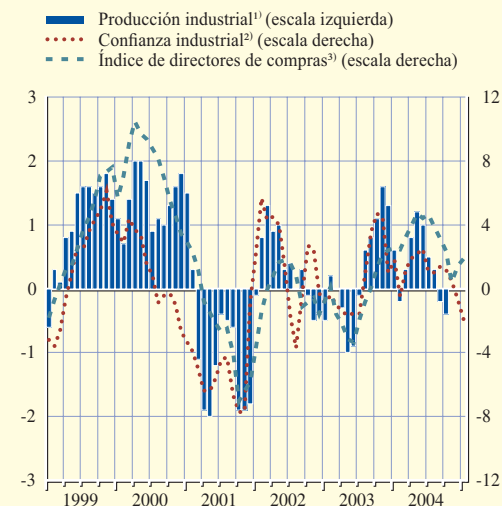
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



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 21 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.

equipo se redujo un 1,7%. En términos de medias móviles de tres meses, los últimos resultados apuntan al mantenimiento de un crecimiento moderado en la industria, con una expansión positiva sólo en los bienes de equipo (véase gráfico 20).

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

Los datos de las encuestas para enero del 2005 sugieren que la actividad podría haber sido algo más intensa a comienzos de año que en el cuatro trimestre del 2004, especialmente en los servicios.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) experimentó un ligero deterioro en enero del 2005. Sólo se produjeron cambios menores en los componentes de la confianza; un ligero aumento de la cartera de pedidos se vio contrarrestado por un reducido descenso de las expectativas de producción, mientras que se mantuvo la valoración de las existencias. Las encuestas de este mes recogen un conjunto de preguntas que se incluyen una vez al trimestre. Los hechos más notables son las revisiones a la baja de la valoración que hacen las empresas de su posición competitiva fuera de la Unión Europea y de las expectativas de nuevos pedidos, lo que podría sugerir que los exportadores de la zona del euro han percibido algunos efectos negativos derivados de la apreciación del euro registrada a finales de año. En enero del 2005, el índice de directores de compras de las manufacturas volvió a elevarse, señalando un cierto fortalecimiento de la actividad tras el descenso del cuarto trimestre (véase gráfico 21). Tanto la mayor producción como el aumento de los nuevos pedidos contribuyeron a la mejora del índice de directores de compras entre diciembre y enero. Estos resultados sugieren que pudieron producirse ciertas mejoras a comienzos de este año, tras un crecimiento débil (y posiblemente negativo) en el cuarto trimestre.

Con respecto a los servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea se incrementó entre diciembre del 2004 y enero del 2005, situándose en un nivel ligeramente superior al observado en el conjunto del cuarto trimestre. Este hecho apunta al positivo y continuado crecimiento de la actividad en los servicios. El índice de directores de compra se redujo entre el tercer y cuarto trimestres del 2004. No obstante, como sucede con el indicador de la Comisión Europea, ese índice se mantuvo en un nivel compatible con tasas positivas de crecimiento en esa rama de actividad.

#### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores mensuales del gasto de los hogares sugieren que la debilidad observada en el crecimiento del consumo en el tercer trimestre fue, en cierta medida, transitoria. Aunque en el cuarto trimestre aumentó el crecimiento de las matriculaciones de automóviles y se espera que también se incrementaran las ventas del comercio al por menor, la confianza de los consumidores se mantiene en niveles reducidos.

La última información disponible sobre las matriculaciones de automóviles mostraba un descenso del 2,6% en diciembre del 2004, tras las alzas registradas en octubre y noviembre. Con todo, pese a este reciente descenso, el crecimiento intertrimestral de las matriculaciones de automóviles en el cuarto trimestre fue del 4,5%, frente a la caída del 2,6% observada en el tercer trimestre. El volumen de ventas al por menor no experimentó cambios entre octubre y noviembre, tras el incremento del 0,3% registrado en octubre, lo que apunta a una mejora en el cuarto trimestre del año pasado (véase gráfico 22). Así pues, se espera que la evolución reciente de las matriculaciones de automóviles y de las ventas del comercio al por menor respalde el crecimiento del consumo en el cuarto trimestre.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea no experimentó cambios entre diciembre del 2004 y enero del 2005 y se mantiene por debajo de su media histórica (véase gráfico 22). La situación del mercado de trabajo y la incertidumbre en torno al alcance y al ritmo de las reformas estructurales ha pesado, probablemente, en la confianza de la zona del euro y, por tanto, en el consumo.

#### 4.2 MERCADO DE TRABAJO

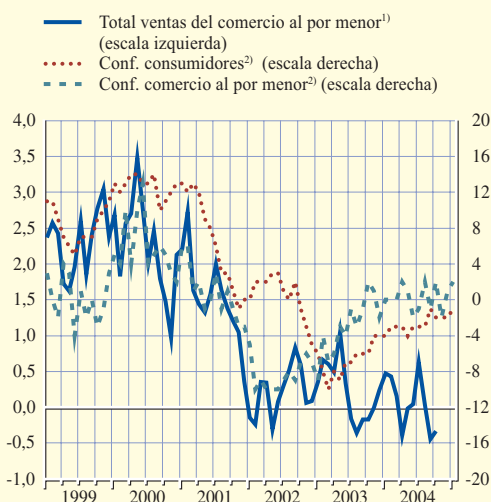
Los indicadores disponibles actualmente sugieren que la situación del mercado de trabajo se mantuvo prácticamente estabilizada en el segundo semestre del 2004.

#### DESEMPLEO

La tasa de paro de la zona del euro fue del 8,9% en diciembre, frente al 8,8% de noviembre (tasa revisada a la baja desde el 8,9%). El número de desempleados aumentó en 28.300 personas, un incremento relativamente importante en comparación con los tres meses anteriores (véase gráfico 23). Esto se debe, prin-

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

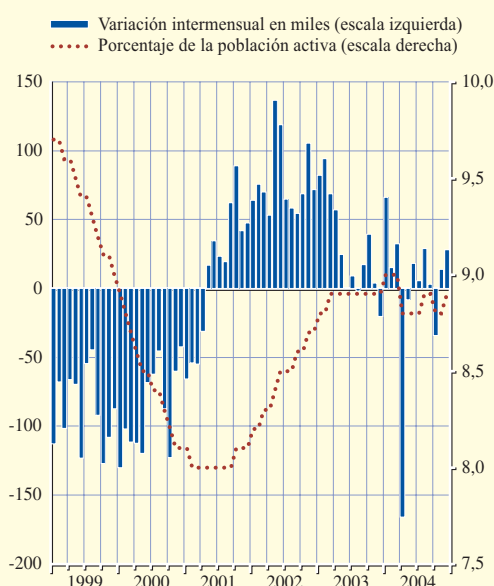
(datos mensuales)



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

**Gráfico 23 Desempleo**

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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.

principalmente, a la evolución registrada en Alemania, que podría explicarse por el impacto estadístico de las reformas emprendidas en los mercados de trabajo más que por el deterioro de la situación en estos mercados. Aun si se corrigen por estos efectos estadísticos, los datos continúan apuntando a una mejora sostenida, aunque lenta, del mercado de trabajo. La estimación de la tasa de paro de la zona del euro para el conjunto del 2004 fue del 8,9%, sin cambios con respecto al 2003.

### EMPLEO

El crecimiento del empleo fue del 0,1% en el tercer trimestre del 2004, la misma tasa observada en promedio en el primer semestre del año (véase cuadro 7). La ligera reducción del empleo en la industria y en la construcción se vio contrarrestada por un aumento del empleo en los servicios. La evolución reciente del empleo, junto con la desaceleración del crecimiento del PIB, supone un descenso del crecimiento de la productividad del trabajo en términos intertrimestrales. La reducción de la productividad del trabajo entre el primer semestre y el tercer trimestre del año 2004 fue generalizada en todas las ramas de producción, y de magnitud similar en la industria, la construcción y los servicios de mercado.

Los indicadores de las expectativas de empleo de las encuestas continúan apuntando a un crecimiento sostenido, pero moderado, del empleo. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea para las manufacturas mostraron una mejora de las expectativas de creación de empleo entre diciembre del 2004 y enero del 2005, mientras que el índice de directores de compras correspondiente disminuyó ligeramen-

**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.

te. En cuanto a los servicios, el indicador de la Comisión Europea registró una caída en las expectativas de creación empleo entre diciembre y enero.

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En general, si bien la información sobre el cuarto trimestre no es completa, los últimos datos macroeconómicos y la evidencia procedente de las últimas encuestas siguen apuntando a un crecimiento sostenido, pero moderado. En el transcurso del 2005, la actividad en la zona del euro debería verse favorecida por diversos factores. En primer lugar, el crecimiento sólido y sostenido del comercio mundial continuará respaldando las exportaciones. En segundo lugar, la recuperación de la inversión en la zona del euro debería mantenerse, sostenida por las favorables condiciones de financiación de la zona del euro y por la mejora de los beneficios empresariales. Por otra parte, el crecimiento del consumo debería ser acorde con el crecimiento de la renta real disponible. Los riesgos a la baja están relacionados, principalmente, con los precios del petróleo y con los desequilibrios mundiales. Estas perspectivas son compartidas, en líneas generales, por todas las previsiones disponibles. La última encuesta a expertos en previsión económica, por ejemplo, sitúa el crecimiento del PIB real en los años 2005 y 2006 en el 1,8% y 2,1%, respectivamente (véase recuadro 4).

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En enero del 2005 el euro registró una depreciación generalizada, que fue especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense y el yen japonés. También se observaron importantes retrocesos frente a las principales monedas asiáticas, el dólar australiano y el dólar canadiense.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

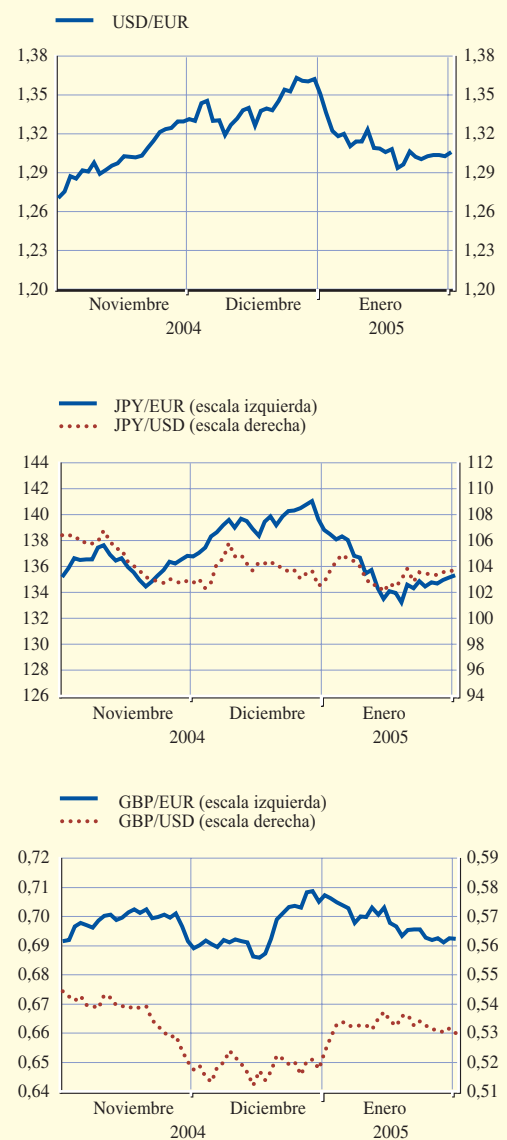
Tras la apreciación observada desde mediados de octubre del 2004, el euro se debilitó frente al dólar estadounidense en enero del 2005 en el contexto de una apreciación más bien generalizada de la moneda estadounidense (véase el gráfico 24). Esta apreciación comenzó a primeros de enero con la publicación de las actas de la reunión de diciembre del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en la medida en que los participantes en el mercado las interpretaron como señal de unas perspectivas de inflación menos favorables en Estados Unidos. A lo largo del mes, la apreciación del dólar se vio respaldada aún más por la publicación de una serie de datos positivos, que sugerían una vigorosa evolución de la actividad económica en Estados Unidos. Al mismo tiempo, pese a la publicación a mediados de enero de datos que indicaban un nuevo incremento del déficit comercial en noviembre del 2004, las inquietudes de los mercados respecto al déficit por cuenta corriente estadounidense parecieron haberse atenuado un poco. Esta evolución podría guardar relación con las repetidas declaraciones formuladas por las autoridades estadounidenses en las que manifestaban su voluntad de hacer frente al déficit fiscal y expresaban su preferencia por un dólar fuerte, declaraciones que se vieron acompañadas por el anuncio de cuantiosas entradas netas de inversiones de cartera en Estados Unidos en noviembre del 2004. El 2 de febrero de 2005 el euro cotizaba a 1,31 dólares, un 4,1% menos que al final de diciembre del 2004 y un 5% por encima de la cotización media registrada durante ese año.

#### YEN JAPONÉS/EURO

Tras un periodo de relativa fortaleza en diciembre del 2004, el euro se depreció frente al yen japonés en enero del 2005, principalmente como resultado de la publicación de datos sobre la economía japonesa que resultaron mejores de lo previsto. Concretamente, los pedidos de maquinaria corres-

Gráfico 24 Evolución de los tipos de cambio

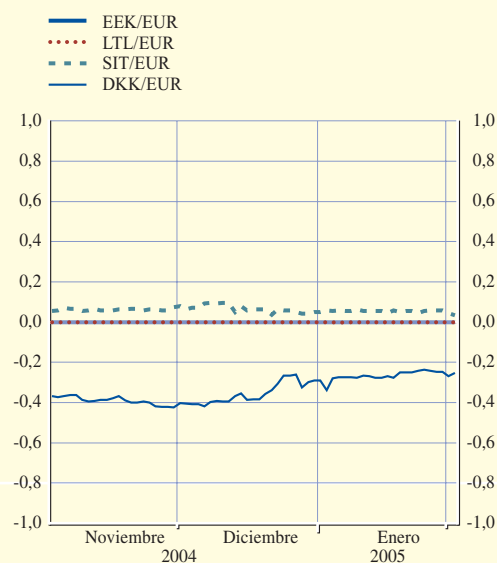
(datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II**

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



Fuente: BCE.

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

pondientes a noviembre del 2004, así como una serie de informes sobre la rentabilidad del sector del comercio al por menor sobrepasaron las expectativas del mercado y se tradujeron en un fortalecimiento del yen. El 2 de febrero de 2005, el euro cotizaba a 135,3 yenes, un 3,1% por debajo del nivel observado al final de diciembre del 2004 y un 0,6% por encima de la cotización 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 el gráfico 25). La corona estonia y 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.

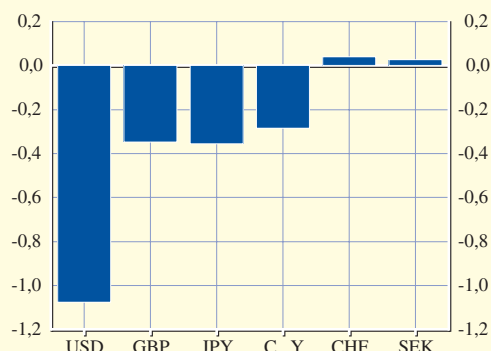
Con respecto a las monedas de otros Estados miembros de la UE, la libra esterlina registró una apreciación tras un aumento imprevisto de la inflación en el Reino Unido, que llevó a los participantes en el mercado a revisar sus expectativas respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés en el país (véase el gráfico 24). El 2 de febrero de 2005, el euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, un 1,8% por debajo del nivel registrado al final de diciembre del 2004 y un 2% por encima de la media registrada en ese año. Durante el período considerado, el euro se apreció ligeramente frente a la corona sueca y la libra

**Gráfico 26 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribución a las variaciones de los TCE<sup>2)</sup>**  
31 diciembre 2004 - 2 febrero 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.



chipriota y se depreció frente a la corona eslovaca, la corona checa, el zloty polaco y la lira maltesa. Por último, el euro se mantuvo prácticamente sin cambios frente al forint húngaro y el lats letón.

#### **OTRAS MONEDAS**

Por lo que se refiere a otras monedas, el euro se apreció un 0,6% frente al franco suizo en enero del 2005. Al mismo tiempo, se depreció frente al dólar australiano y al dólar canadiense y frente a las monedas más importantes de Asia.

#### **TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO**

El 2 de febrero 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— se situó un 2,5% por debajo del nivel observado al final de diciembre del 2004, lo que significa que aún cotiza un 1,5% por encima de la media registrada en el 2004 (véase gráfico 26). La depreciación generalizada del tipo de cambio efectivo nominal del euro en enero fue consecuencia, principalmente, de su debilitamiento frente al dólar estadounidense, el yen japonés, la libra esterlina (es decir, monedas con un peso relativamente importante en la cesta de tipos de cambio efectivos ponderados por el comercio) y el renminbi chino.

## **5.2 BALANZA DE PAGOS**

*En noviembre del 2004, la balanza de pagos por cuenta corriente de la zona del euro registró, en cifras desestacionalizadas, un saldo próximo al equilibrio; al mismo tiempo, el superávit por cuenta corriente acumulado de doce meses siguió reduciéndose tras alcanzar un máximo en julio de ese año. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera acumulado de doce meses registró salidas netas, a diferencia de las entradas netas contabilizadas un año antes. Los datos publicados recientemente sobre la desagregación geográfica de la balanza de pagos de la zona del euro indican que el Reino Unido y Estados Unidos son las contrapartes más importantes de la zona en lo que respecta al comercio exterior y los flujos financieros.*

#### **CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES**

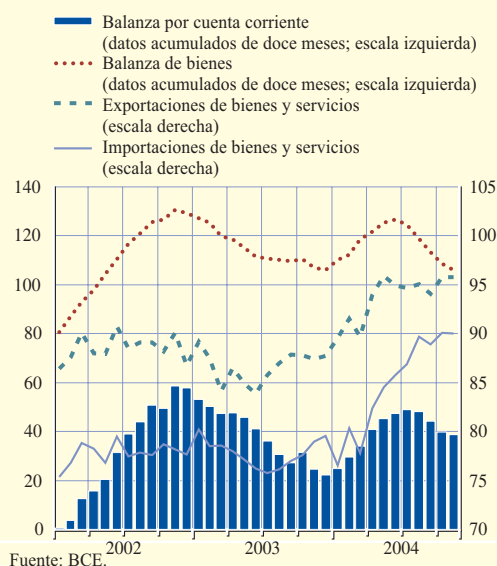
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro se situó en una posición cercana al equilibrio en noviembre del 2004 (con un superávit de 0,4 mm de euros, que corresponde a un superávit de 3,2 mm de euros en cifras sin desestacionalizar). Esta cifra refleja sendos superávits en las balanzas de bienes y servicios, que se compensaron en parte con déficit en las balanzas de rentas y transferencias corrientes (véase el cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro »).

En comparación con los datos revisados de octubre, el superávit por cuenta corriente desestacionalizado se redujo en 1 mm de euros en noviembre del 2004, principalmente como resultado de una disminución (de 1,4 mm de euros) del superávit de la balanza de servicios. El superávit de la balanza de bienes y el déficit de la de transferencias corrientes se mantuvieron prácticamente sin cambios. La reducción del superávit de la balanza de servicios registrada en noviembre tuvo su origen en una caída de las exportaciones y en un aumento de las importaciones.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se redujo desde un máximo de casi 50 mm de euros en julio del 2004 hasta menos de 39 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB) en noviembre de ese año (véase el gráfico 27). Esta caída refleja básicamente una reducción de 18 mm de euros en el superávit acumulado de la balanza de bienes que sólo se compensó en parte con un incremento en el superávit acumulado en concepto de servicios

**Gráfico 27 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro**

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



**Gráfico 28 Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de doce meses)



y con disminuciones de los déficit de rentas y transferencias corrientes. A su vez, la caída del superávit acumulado de la balanza de bienes entre julio y noviembre del 2004 puede atribuirse, en su mayoría, a un aumento de las importaciones de bienes en términos nominales (49 mm de euros), mientras que las exportaciones, también en términos nominales, se incrementaron en 30,7 mm de euros durante el mismo período. Según la desagregación de los flujos comerciales en términos reales y nominales —basada en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat hasta octubre del 2004— el incremento de las importaciones en términos nominales observado desde julio del 2004 parece atribuible, en su mayoría, a la subida de los precios de importación que, a su vez, tuvo su origen principalmente en el alza de los precios del petróleo en dólares durante este período.

### CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas de 10,6 mm de euros en noviembre del 2004, como reflejo de las salidas netas de valores distintos de acciones (14,5 mm de euros) que contrarrestaron con creces las entradas netas de acciones y participaciones (4,1 mm de euros). Los flujos de inversión directa se equilibraron. Las salidas netas de valores distintos de acciones tuvieron su origen principalmente en las ventas netas de instrumentos del mercado monetario realizadas por no residentes.

En el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera contabilizó salidas netas por importe de 61,3 mm de euros, en comparación con las entradas netas acumuladas de 71,8 mm de euros registradas en el mismo período un año antes (véase el gráfico 28). Este cambio de dirección de los flujos de capital refleja un cambio de signo desde entradas netas a salidas netas tanto en las inversiones directas como en las de cartera. El cambio de tendencia de las inversiones directas netas se debió fundamentalmente a una paulatina disminución de las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro y a un aumento de la inversión directa de la zona en el exterior durante el período de referencia. El descenso de las inversiones de cartera tuvo relación básicamente con el comportamiento de los inversores de la zona del euro que aumentaron sus compras netas de instrumentos del

mercado monetario extranjeros, mientras que los inversores extranjeros fueron vendedores netos de este tipo de instrumentos de la zona del euro. Como resultado, durante el período de referencia, se produjo un cambio de signo desde entradas netas a salidas netas en estos instrumentos.

#### **DESAGREGACIÓN GEOGRÁFICA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO**

En enero del 2005, el BCE publicó por primera vez una desagregación geográfica de las estadísticas de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro. Tomando como base los flujos acumulados entre el cuarto trimestre del 2003 y el tercer trimestre del 2004, la zona del euro registró un superávit por cuenta corriente frente a todos los principales países o regiones económicas con los que comercia, con la excepción de Japón y los países incluidos en la categoría de «otros países». El perfil del superávit comercial de la balanza de bienes de la zona es similar al de la cuenta corriente, siendo Estados Unidos, el Reino Unido y los «otros Estados miembros de la UE» —en ese orden— las principales contrapartes. Sin embargo, la zona del euro registró un déficit en su balanza de servicios con Estados Unidos y los «otros Estados miembros de la UE», al tiempo que contabilizó un ligero superávit frente a Japón. Gran parte del superávit comercial de la balanza de servicios se registró frente al Reino Unido. Por último, el déficit de la cuenta de rentas, refleja déficit principalmente frente al Reino Unido y Japón y, en menor medida, frente a Suiza y Estados Unidos.

En la cuenta financiera, los flujos acumulados durante el mismo período indican que la zona del euro registró salidas netas de inversiones directas frente a todos los socios comerciales considerados, tanto países como regiones económicas, con la excepción de Suiza y Estados Unidos. En general, las actividades transfronterizas de la zona durante el período de referencia fueron de magnitud relativamente reducida. En términos de activos y pasivos, Reino Unido y los «centros financieros extraterritoriales» fueron los principales receptores o cauces de distribución de las inversiones directas de la zona del euro en el exterior, mientras que dichos centros, Suiza, Estados Unidos y el Reino Unido fueron los principales inversores en la zona. Las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior se dirigieron principalmente hacia el Reino Unido y Estados Unidos, sobre todo, en forma de inversiones en bonos y obligaciones. Los inversores de la zona del euro fueron también compradores netos de valores de renta variable de Japón.

En el presente Boletín Mensual del BCE se publica un artículo en el que se ofrece un análisis más detallado de los datos, incluidos los aspectos metodológicos relativos a su compilación. En el artículo se presenta, además, una desagregación geográfica de la posición de inversión internacional de la zona del euro.

## ARTÍCULOS

# DISCIPLINA DE MERCADO PARA LAS ENTIDADES DE CRÉDITO



*En el presente artículo se analizan los aspectos conceptuales de la disciplina de mercado en las entidades de crédito y se examina en qué medida la disciplina de mercado puede actuar como complemento de la supervisión, cuyo potencial ha sido expresamente reconocido en el Nuevo Acuerdo de Basilea. Además de los requerimientos de capital (Pilar I) y del proceso de revisión supervisora (Pilar II), el Acuerdo atribuye un papel más importante a los mercados financieros, que complementarán la función tradicional de las autoridades supervisoras al exigir a las entidades una mayor transparencia respecto a sus operaciones (Pilar III). En este artículo se contempla el Pilar III en el contexto más amplio de la disciplina de mercado directa e indirecta y se argumenta que ambas deberían quedar reforzadas por las exigencias de transparencia del Nuevo Acuerdo de Capital, aunque será probablemente necesario satisfacer también otras condiciones para que se alcance una disciplina de mercado más eficaz. No obstante, el artículo pone también de manifiesto la utilidad de los precios de mercado agregados para el seguimiento de la estabilidad del sector bancario.*

### I INTRODUCCIÓN

En junio del 2004, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (el Comité de Basilea) publicó el marco revisado para la medición del capital y las normas de capital, comúnmente conocido como Basilea II<sup>1</sup>. El nuevo marco regulatorio está estructurado en tres «pilares»: los requerimientos mínimos de capital (Pilar I), el proceso de revisión supervisora (Pilar II) y la disciplina de mercado (Pilar III). Mediante la adopción de un enfoque global y sensible al riesgo, el Acuerdo de Basilea II busca subsanar las insuficiencias del actual marco de requerimientos de capital, que se remonta al Acuerdo de 1988. En el nuevo marco regulatorio, el Pilar III está diseñado para complementar los requerimientos mínimos de capital y el proceso de revisión supervisora. En particular, este pilar propiciaría el desarrollo de la disciplina de mercado mediante el establecimiento de normas de difusión de información de elevada calidad, que permita a los participantes en el mercado valorar mejor la situación financiera de las entidades de crédito, así como su perfil de riesgos y gestión de los mismos.

Los requerimientos del Pilar III del Acuerdo de Basilea II han de considerarse en el contexto de los cambios sustanciales que están teniendo lugar en el sistema financiero. Las operaciones bancarias son cada vez más complejas y sofisticadas<sup>2</sup>. Hoy en día, las entidades de crédito tienen considerables riesgos frente a los mercados financieros y operan de forma creciente con productos financieros de gran complejidad, como los derivados. Estos productos se utilizan como cobertura de riesgos ya existentes en los balances de las entida-

des o de nuevos riesgos. Por ejemplo, el uso creciente de los derivados crediticios y de la titulización ha tenido un profundo impacto sobre la estructura del perfil de riesgo de las entidades. Además, los grandes bancos tienden a operar a escala internacional y, en algunos casos, la mayor parte de sus operaciones se realizan fuera de su país de origen. Dentro de la zona del euro, la introducción de la moneda única ha proporcionado un nuevo impulso al desarrollo de grupos bancarios transfronterizos. Por último, la concentración bancaria ha tenido también una notable incidencia en la estructura y la dinámica de riesgos del sistema bancario en su conjunto. Como consecuencia de todos estos cambios, ha crecido el interés de los supervisores bancarios y de los bancos centrales en la disponibilidad y calidad de señales de mercado sobre la situación financiera y los riesgos presentes y previstos de las entidades.

La manera en que se hacen públicos actualmente los balances y las pérdidas y ganancias totales de unas organizaciones bancarias complejas y de gran tamaño puede ofrecer una información incompleta y con un grado de detalle insuficiente para que los participantes en el mercado puedan evaluar válidamente la calidad de una determinada entidad. Puede ser necesario que las entidades proporcionen

- 1 «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2004. Para una descripción más detallada del marco de Basilea II, véase el artículo titulado «El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea: principales características e implicaciones» en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2005.
- 2 Para más información, véase «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2004, y «Report on EU banking structure», BCE, noviembre 2004.

datos adicionales sobre la composición de sus riesgos de crédito y de sus recursos propios, sus operaciones fuera de balance y los riesgos que comportan, y sus exposiciones al riesgo operacional, de liquidez y de mercado. Esta necesidad ha sido reconocida en el Pilar III del Nuevo Acuerdo de Basilea, que establece la exigencia de que se facilite esta información al mercado (véase recuadro).

El BCE tiene especial interés en la estabilidad del sistema financiero y, por ende, en la posibilidad de que la disciplina de mercado contribuya a mantener esta estabilidad. A estos efectos, el BCE, conjuntamente con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, realiza un seguimiento periódico de los riesgos para la estabilidad financiera en la

zona del euro, a fin de identificar las posibles amenazas para dicha estabilidad y de evaluar la capacidad del sistema financiero para absorber perturbaciones adversas. En esta labor de seguimiento se combinan fuentes de datos más tradicionales con información del mercado sobre la estabilidad del sistema financiero, con objeto de proporcionar un cuadro completo del sistema financiero de la UE. Por ejemplo, la nueva publicación del BCE *Financial Stability Review*<sup>3</sup> utiliza los precios de mercado agregados de grandes bancos para analizar la estabilidad del sistema bancario en su conjunto, como complemento de otros datos sobre el sector bancario y la estabilidad financiera.

3 «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2004.

#### Recuadro

##### BASILEA II Y LA DISCIPLINA DE MERCADO

Según el Pilar III de Basilea II, las entidades de crédito habrán de publicar información detallada consolidada del grupo bancario, que incluirá datos cualitativos y cuantitativos. A juicio del Comité de Basilea, la información deberá reflejar la manera en que la dirección de la entidad analiza, evalúa y gestiona internamente los riesgos. En la actualidad, la aplicación de los métodos más avanzados del marco de Basilea II está prevista para finales del 2007.

La información exigida deberá dar a conocer los parámetros básicos relativos a la situación financiera del banco, su perfil de riesgos y su gestión de los mismos, por lo que se publicarán datos sobre la estructura y adecuación del capital de la entidad, como los recursos propios de nivel 1. Por lo que se refiere a la adecuación del capital, está previsto que el riesgo de crédito y de mercado y el riesgo operacional se aborden por separado. La información sobre el riesgo de crédito incluirá datos sobre la estructura de la cartera, las principales categorías de riesgo de crédito y su distribución geográfica y sectorial, así como datos sobre los préstamos deteriorados. Además, se proporcionará a los participantes en el mercado y a otros analistas información sobre las técnicas de mitigación del riesgo y sobre titulización de activos. Las entidades habrán de ofrecer datos sobre su utilización de los enfoques IRB, uno de los principales elementos del nuevo marco. En cuanto al riesgo de mercado, las entidades facilitarán una descripción abreviada de sus modelos internos y de sus pruebas de escenarios de crisis (*stress testing*) y de sus pruebas basadas en datos históricos (*back testing*). Por último, los datos relativos al riesgo operacional detallarán los enfoques utilizados (indicador básico, enfoque estándar o enfoque de medición avanzado) y se publicará, asimismo, información sobre el riesgo de tipos de interés de las posiciones de balance no negociables (*banking book*).

La transposición del nuevo marco de capital a la legislación de la UE se llevará a cabo mediante la refundición de dos Directivas existentes: la Directiva Bancaria Codificada (2000/12/CE) y la Directiva sobre Adecuación del Capital (93/6/CEE). Las normas del Pilar III que se aplicarán en la UE concuerdan, en general, con las del marco de Basilea II. Sin embargo, presentan algunas diferencias relativas a la terminología, a algunas definiciones y a la frecuencia de publicación de la información.

Por ejemplo, el documento de Basilea establece que la información se publicará con periodicidad *semestral*, con algunas excepciones, como la publicación *anual* de los objetivos y políticas de gestión de riesgos. Por otro lado, la información sobre la adecuación de los recursos propios de nivel I y del capital total, así como los datos sobre cambios rápidos en la exposición al riesgo, se publicarán con periodicidad *trimestral*. Por el contrario, según el proyecto de Directiva de la UE, toda la información se publicará con periodicidad *anual*, aunque las entidades de crédito tendrán la facultad de publicar todos los datos o parte de ellos con mayor frecuencia, si así lo desean.

El interés en la información del mercado y la disciplina de mercado se basa en la capacidad inherente de los mercados de procesar la información y agregarla muy rápidamente a los precios de mercado. Es importante distinguir entre dos variantes relacionadas de la disciplina de mercado<sup>4</sup>. En primer lugar, el mayor coste que suponen las nuevas emisiones de valores de renta fija o de renta variable en los mercados primarios de capitales podría ejercer una disciplina de mercado *directa* sobre las entidades. Los depositantes y los tenedores de deuda y acciones podrían imponer restricciones a la capacidad de un banco de crecer sin reducir primero su exposición a los riesgos o mejorar su gestión de los mismos. Ello podría producirse a través de costes financieros más elevados, restricciones cuantitativas a la disponibilidad de nueva financiación y determinadas cláusulas en los contratos de bonos, o bien ejerciendo una influencia directa sobre las operaciones de la entidad (por ejemplo, en las juntas de accionistas). En segundo lugar, los precios de los valores en circulación de las entidades bancarias podrían proporcionar a los supervisores, las agencias de calificación crediticia y los bancos centrales una indicación de la situación financiera de las entidades. El seguimiento y las eventuales medidas correctoras en respuesta a señales adversas, especialmente por parte de los supervisores, se consideran como disciplina de mercado *indirecta*. En particular, los supervisores pueden utilizar señales de los mercados secundarios como dispositivos de control o datos para modelos de alerta temprana destinados a identificar aquellas entidades que han de ser examinadas con mayor atención. Además, los bancos centrales pueden utilizar señales de mercado para complementar su propio seguimiento del conjunto del sistema financiero.

## 2 DISCIPLINA DE MERCADO DIRECTA

La disciplina de mercado directa se refiere a la influencia que ejercen los depositantes y los tenedores de deuda o acciones sobre el comportamiento de los bancos. Los *tenedores de acciones*, en su calidad de propietarios de una entidad bancaria, pueden ejercer la disciplina de mercado de forma inmediata, ya que tienen el derecho de sustituir a la dirección de la entidad. En teoría, si los accionistas no están conformes con las decisiones de la dirección actual en relación con el perfil de riesgo del banco, pueden ejercer este derecho. No obstante, los tenedores de acciones no vienen considerados como los mejores candidatos para establecer la disciplina de mercado en el sector bancario, dado que, en muchas circunstancias y en particular cuando el valor de su participación en la entidad es reducido, tienen interés en que el banco asuma más riesgos<sup>5</sup>. Por lo tanto, precisamente cuando, en opinión de los supervisores, una entidad necesita más la disciplina de mercado, los tenedores de acciones tienen fuertes incentivos para no ejercerla.

Los *depositantes*, si están cubiertos por un fondo de garantía de depósitos, no tienen incentivos para vigilar a los bancos, ya que sus fondos no corren riesgo. Incluso si sus fondos no están asegurados,

4 Esta terminología fue propuesta por primera vez por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal en el documento titulado «Using subordinated debt as an instrument of market discipline», Staff Study 172, diciembre 1999.

5 Los tenedores de acciones tienen derechos residuales sobre el banco, es decir, que pueden hacer valer estos derechos después de que hayan sido atendidos los de los demás acreedores, como depositantes, tenedores de deuda principales y tenedores de deuda subordinada. Cuando el valor del patrimonio neto de un banco se aproxima a cero, los tenedores de acciones se benefician de que el banco haya asumido mayores riesgos, ya que sólo reciben las ganancias y no tienen que sufrir las pérdidas.



se argumenta con frecuencia que pueden no estar en condiciones o no tener incentivos para ejercer la disciplina de mercado eficazmente. Se considera que los depositantes son particulares (pequeños ahorradores, más que entidades) que pueden no tener los conocimientos técnicos ni el tiempo necesarios para evaluar periódicamente el comportamiento de un banco. Además, si existe un número elevado de depositantes, cada uno de ellos con depósitos relativamente pequeños, puede surgir el problema del oportunismo, que sugiere que, al ser el seguimiento de un banco un bien público en el sentido de que todos los depositantes se benefician de esta acción, cada depositante puede contar con los demás para llevarla a cabo, lo que puede resultar en un seguimiento escaso o nulo del banco.

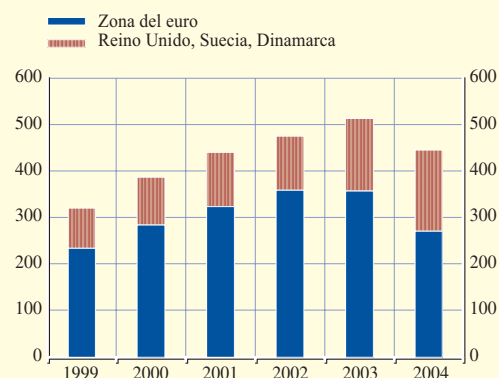
Los *tenedores de deuda subordinada*, dada su posición subordinada con respecto a otros acreedores del banco, como los tenedores de deuda principales y los depositantes, deberían tener incentivos particularmente fuertes para vigilar los riesgos asumidos por la entidad y, puesto que no se benefician de las ganancias de una forma ilimitada, cabría esperar que se preocupen por limitar estos riesgos. Sin embargo, también se ha reconocido que el poder efectivo de los tenedores de deuda subordinada sobre la dirección de un banco puede

ser limitado en la práctica. Así pues, algunos observadores han sugerido que se exija a las entidades de crédito que emitan deuda subordinada a corto plazo con frecuencia (más de cuatro veces al año). También han propuesto que la deuda subordinada presente características especiales para que la disciplina ejercida por los tenedores de esta clase de deuda sea más eficaz. Concretamente, se contemplarían opciones de venta cuando los tenedores de deuda subordinada tienen el derecho de exigir la devolución anticipada de sus créditos, y la posibilidad de convertir la deuda subordinada en acciones. Más recientemente, se ha propuesto establecer límites máximos para el diferencial con respecto al rendimiento de la deuda pública en las emisiones iniciales, a fin de imponer restricciones de financiación a los bancos considerados de alto riesgo<sup>6</sup>. Estas propuestas muestran que existe una grave preocupación, pero no tanto de que la disciplina de mercado no funcione, sino de que pueda causar perturbaciones. Si los inversores no pueden distinguir claramente entre bancos «buenos» y «malos», el comportamiento gregario puede dar lugar a una reacción excesiva e indiscriminada de

6 El European Shadow Financial Regulatory Committee propugnó, entre otras cosas, el establecimiento de requerimientos obligatorios para la deuda subordinada (Statement n.º 7, febrero 2000, y, más recientemente, Statement n.º 19, octubre 2004, p.3).

**Gráfico 1 Número de emisiones de deuda subordinada de la UE**

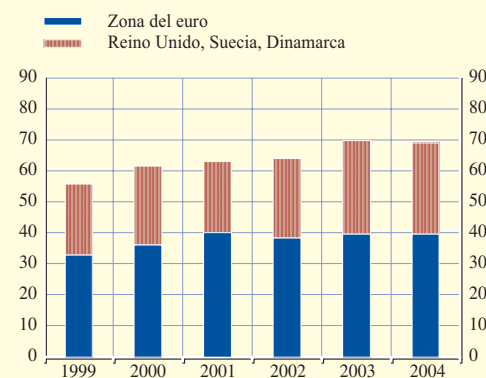
(1999-2004)



Fuentes: Bondware y cálculos del BCE.  
Notas: Sólo incluye grandes emisiones públicas y privadas. Puede no incluir algunas emisiones privadas muy pequeñas en algunos países. Las emisiones efectuadas por servicios bancarios y financieros figuran según la clasificación de Bondware. Para el 2004, los datos se refieren al periodo hasta el mes de octubre.

**Gráfico 2 Importe de las emisiones de deuda subordinada de la UE**

(mm de euros; 1999-2004)



Fuentes: Bondware y cálculos del BCE.  
Notas: Sólo incluye grandes emisiones públicas y privadas. Puede no incluir algunas emisiones privadas muy pequeñas en algunos países. Las emisiones efectuadas por servicios bancarios y financieros figuran según la clasificación de Bondware. Para el 2004, los datos se refieren al periodo hasta el mes de octubre.



los mercados ante malas noticias. Incluso bancos inicialmente solventes podrían ver sus pasivos sometidos a elevados tipos de interés o incluso quedar excluidos del mercado.

En la actualidad, ninguno de los principales países industrializados ha establecido requerimientos de deuda subordinada. No obstante, las emisiones de deuda subordinada están generalizadas en la UE y han ido creciendo con el tiempo (véanse gráficos 1 y 2), en número y en volumen, pasando de 320 emisiones por valor de 56 mm de euros en el año 1999 a más de 500 emisiones por valor de 70 mm de euros en el 2003. En cuanto al año 2004, los datos de enero a octubre sugieren que estas tendencias se han mantenido. Los gráficos 1 y 2 muestran también que las emisiones de la zona del euro tienden a ser ligeramente más pequeñas que las de los países de la UE no pertenecientes a la zona (especialmente, el Reino Unido). La deuda subordinada es generalmente emitida por bancos muy grandes, por lo que, pese a su número relativamente reducido, los bancos que emiten deuda subordinada tienden a representar más del 50% de los activos totales del sistema bancario de todos los países de la UE.

El aumento del número de emisiones ha originado el correspondiente incremento del volumen de deuda subordinada en circulación. El volumen total en circulación en los países de la UE examinados en un documento de trabajo publicado recientemente por el Comité de Basilea<sup>7</sup> creció un 70% entre los años 1997 y 2001 (las últimas cifras disponibles), lo que sugiere que los mercados de deuda subordinada han ganado probablemente en profundidad y actividad y también que puede haber aumentado la exposición a una posible disciplina de mercado directa de los bancos. Los datos relativos a los grandes bancos sugieren que, en la actualidad, la proporción de deuda subordinada en relación con los activos totales se sitúa, en promedio, por encima del 2%, lo que muestra que la deuda subordinada se ha convertido en una importante fuente de financiación para estos bancos.

Una condición previa para que la disciplina de mercado directa funcione es que los participantes en el mercado vigilen la exposición al riesgo de

los bancos. Esto se puede hacer analizando si los precios de mercado reflejan los riesgos contemporáneos asumidos por las entidades. En el caso de los diferenciales de deuda subordinada, la evidencia es contradictoria. Si bien tiende a existir una relación relativamente estrecha entre las evaluaciones de los bancos por parte de las agencias de calificación crediticia y sus diferenciales de deuda subordinada, se observa una escasa relación entre los datos contables publicados y los diferenciales<sup>8</sup>. La correlación entre diferenciales y calificaciones puede haberse reforzado con el tiempo en la UE, debido, posiblemente y en parte, al mayor tamaño del mercado tras la introducción de la moneda única, que ha resultado en una mayor liquidez y profundidad de los mercados de deuda subordinada, especialmente en los países de menor tamaño de la zona del euro.

Toda la evidencia empírica disponible sugiere que los precios de las acciones reaccionan a modificaciones de la calificación crediticia de los emisores por parte de las principales agencias internacionales<sup>9</sup>. Sin embargo, las consecuencias varían según el motivo que ha determinado el cambio de calificación. Las recalificaciones a una categoría inferior hicieron subir las cotizaciones bursátiles si el motivo de la rebaja era un aumento del riesgo (es decir, la percepción de un cambio en la desviación típica de las ganancias esperadas), mientras que hicieron bajar los precios de las acciones cuando la reclasificación estaba motivada por un deterioro de las ganancias potenciales (es decir, un cambio en la expectativa media de ganancias).

Es muy difícil comprobar empíricamente si las entidades de crédito modifican efectivamente su comportamiento en respuesta a señales adversas o a presiones del mercado. Por ejemplo, cuando las entidades reaccionan inmediatamente a un deterioro de los diferenciales, éstos se recuperan rápidamente

7 Los datos proceden del documento «Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Working Paper n.º 12, agosto 2003. El documento incluye a Bélgica, Francia, Alemania, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido.

8 Para un resumen de la evidencia relativa a la UE, Estados Unidos y otros países, véase C. Borio et al., eds., «Market Discipline across Countries and Industries», MIT Press, 2004.

9 «Market Discipline across Countries and Industries», op. cit.

y sus movimientos no pueden identificarse en los datos disponibles. Sin embargo, el hecho de que los indicadores de mercado pueden aparentemente predecir, en alguna medida, la fragilidad bancaria (véase la sección siguiente) implica que los bancos tienden a reaccionar sólo de una manera imperfecta a un deterioro de los precios de mercado.

### 3 DISCIPLINA DE MERCADO INDIRECTA

A primera vista, parece que la disciplina de mercado indirecta es menos ambiciosa que la directa. Como ya se ha comentado, la disciplina de mercado indirecta se refiere a la utilización por parte de los supervisores (o de otros participantes en el mercado, como las agencias de calificación crediticia) de los precios de mercado para complementar la información contable y los demás datos disponibles, con objeto de identificar las entidades débiles o las debilidades del sistema bancario en su conjunto. Sin embargo, al igual que con la disciplina de mercado directa, es necesario proporcionar a los participantes en el mercado incentivos adecuados para vigilar los riesgos asumidos por las entidades bancarias. A estos efectos, debe estar en juego el dinero de los inversores. Los mercados secundarios de valores, de los que procede la información sobre la deuda subordinada o las acciones de las entidades de crédito, han de reunir condiciones de liquidez y profundidad. Por otro lado, es necesario poder comparar de alguna manera los precios de mercado entre los distintos bancos, lo que sugiere que éstos deberían emitir valores suficientemente normalizados, como ocurre, por ejemplo, en los programas de emisión de referencia.

Incluso si se cumplen estas condiciones, la utilización de los precios de mercado por los supervisores plantea otros problemas. En primer lugar, aunque los precios de mercado reflejen con precisión la probabilidad de que un banco incumpla sus obligaciones de pago, sólo reflejarán los costes de impago anticipados y privados del inversor, y no el coste social, que incluiría, entre otras cosas, los costes derivados de perturbaciones en el sistema financiero. Los participantes en el mercado carecen de incentivos para tener una visión sistémica del riesgo de que un banco pueda no atender sus obligaciones

de pago, por lo que pueden estar más dispuestos que los supervisores a aceptar que las entidades asuman más riesgos. En segundo lugar, en un mundo ideal sin fricciones, las probabilidades de impago extraídas de los precios de los valores de renta fija y de renta variable emitidos por una misma entidad serían idénticas. Sin embargo, con frecuencia las probabilidades de impago obtenidas de los precios de estos valores distan de estar perfectamente correlacionadas y puede darse incluso el caso de que las probabilidades de impago de valores de renta fija emitidos por un mismo banco sean distintas. En tercer lugar, los diferenciales de los mercados de renta fija se ven afectados por varios factores distintos de las probabilidades de impago, como los impuestos, las primas de liquidez y la variable propensión al riesgo de los inversores<sup>10</sup>.

Si bien en el caso de los precios de las acciones la relación entre las variables fundamentales y la rentabilidad tiende a ser más estable, ya se ha señalado que los incentivos de los tenedores de acciones se corresponden escasamente con los intereses de los supervisores, dado que en muchas circunstancias los tenedores de acciones prefieren activos más volátiles. Sin embargo, este inconveniente en relación con los precios de las acciones puede solventarse ajustando los datos brutos de rentabilidad de los recursos propios por cambios en el apalancamiento y por la volatilidad de los activos. Los ejemplos más conocidos de estas medidas, que se han utilizado frecuentemente en el seguimiento de la estabilidad financiera, son la frecuencia de impago esperada y la distancia al impago<sup>11</sup>. Por ejemplo, la distancia al impago representa el número de desviaciones típicas con respecto al punto de impago, siendo éste el punto en el cual el valor de los activos del banco es precisamente igual al valor de sus pasivos (es decir, el patrimonio neto es cero).

Para que funcionara la disciplina de mercado indirecta, serían necesarias emisiones públicas de deu-

10 Para una descripción de los factores determinantes de los diferenciales de renta fija privada, véase, por ejemplo, J. Amato y E. Remolona, «The credit spread puzzle», BIS Quarterly Review, diciembre 2003, pp. 51-63.

11 Véase, por ejemplo, «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2004.

da subordinada (más que colocaciones privadas). En el año 1999, se realizaron 296 emisiones públicas de deuda subordinada en la UE, por valor de casi 50 mm de euros. En el 2003, el número de emisiones creció a 441 y su importe se cifró en 69 mm de euros. En los diez primeros meses del 2004, se efectuaron 419 emisiones, por valor de 69 mm de euros. Los últimos datos disponibles sobre la frecuencia de emisión de los grandes bancos se remontan sólo al 2001 y muestran que, en promedio, los grandes bancos de la UE emiten deuda subordinada aproximadamente dos veces al año. Por el contrario, las principales organizaciones bancarias de Europa y de otras áreas no realizan emisiones de acciones de forma rutinaria o periódica<sup>12</sup>. Sin embargo, los mercados de renta variable parecen presentar un potencial considerable de disciplina de mercado indirecta, en razón de su profundidad y liquidez. Si bien existe un número reducido de bancos admitidos a cotización en las principales bolsas de valores de Europa, suele tratarse de bancos muy grandes. La proporción de bancos cotizados para los que se dispondría de señales derivadas de las acciones representa cerca del 50% de los activos totales del sistema bancario en la mayoría de los países de la UE.

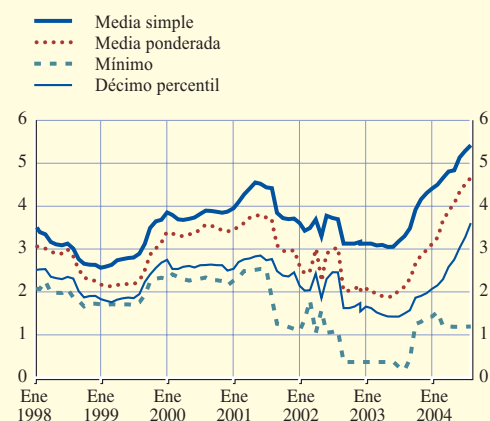
Si los precios de mercado de los pasivos de un banco debieran predecir su fragilidad y, en particular, si añadieran información a los datos tradicionales sometidos a supervisión, como la información contable, estos precios podrían ser de utilidad para los supervisores, por ejemplo para identificar los bancos que requieren mayor atención. Se han examinado las propiedades predictivas de dos indicadores: los diferenciales de deuda subordinada y la distancia al impago.

De forma empírica, la capacidad predictiva de estos dos indicadores es escasa y tiende a ser inferior a la de los modelos simples basados en la información contable. El inconveniente que presentan los diferenciales de deuda subordinada es que sólo puede detectarse una reacción mensurable al deterioro de la situación de un banco cuando se está muy cerca del punto de impago, y no con bastante antelación, como sería deseable desde el punto de vista de la supervisión. La distancia al impago es más útil a este respecto, ya que tiende a sugerir una situación de debilidad mucho antes de que

12 «Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries», op. cit.

**Gráfico 3** Indicadores de distancia al impago de 37 grandes bancos de la zona del euro

(enero 1998 - septiembre 2004)



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

Nota: Un aumento de la distancia al impago representa una mejor valoración.

**Gráfico 4** Indicadores de umbral basados en la distancia al impago (DI) de 37 grandes bancos de la zona del euro

(enero 1998 - septiembre 2004)



Fuentes: Thomson Financial Datastream, Bankscope y cálculos del BCE. Notas: El umbral de DI < 2,71 utilizado corresponde al umbral entre las calificaciones crediticias de grado de inversión y aquellas de grado inferior al de inversión establecidas por las agencias de calificación crediticia (es decir, una probabilidad de impago implícita en un año superior a 0,65).

surjan graves problemas. Desafortunadamente, la distancia al impago de cada entidad muestra una relativa volatilidad, por lo que sólo tiene un valor predictivo si las señales persisten durante cierto tiempo. Sin embargo, cuando se utilizan indicadores de mercado para predecir la fragilidad de entidades individuales, se observa cierta mejora: en un modelo que combina los indicadores de mercado con la información contable, menos bancos solventes se clasifican erróneamente como bancos débiles<sup>13</sup>.

Para el BCE, la utilización más prometedora de los indicadores de mercado puede no ser tanto el seguimiento de la fragilidad de entidades individuales como el de la fragilidad del sistema bancario en general. El BCE considera la estabilidad financiera desde una óptica macroprudencial, por lo que le preocupa la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La perspectiva macroprudencial tiene dos implicaciones importantes. En primer lugar, sugiere que, al valorar el impacto de las situaciones de crisis sobre una entidad individual, la atención debe centrarse principalmente en las implicaciones sistémicas. En segundo lugar, las correlaciones entre los riesgos de las distintas entidades adquieren una importancia crítica. Si un elevado número de bancos están expuestos al mismo sector o riesgo, pueden encontrar dificultades al mismo tiempo, con posibles consecuencias negativas para el sistema en su conjunto.

En el contexto del seguimiento de la estabilidad financiera realizado por el BCE se ha observado que las medidas agregadas de distancia al impago pueden ser particularmente útiles<sup>14</sup>. Dado lo expuesto anteriormente, para que los indicadores de mercado fuesen útiles para señalar la fragilidad financiera, deberían reunir al menos tres propiedades. En primer lugar, deberían reflejar adecuadamente las principales fuentes de riesgo. Concretamente, deberían señalar un mayor riesgo si disminuye el valor de los activos del banco, si aumenta su volatilidad y si crece el apalancamiento de la entidad. En segundo lugar, el indicador debería proporcionar señales que puedan interpretarse fácilmente, con una elevada ratio señal-ruido<sup>15</sup>. En tercer lugar, puesto que el objetivo es medir el riesgo sistémico, el indicador debería reflejar en

gran medida el riesgo del sistema en su conjunto, más que el de una entidad individual. Aunque los diferenciales de deuda subordinada responden a la primera condición, su ratio señal-ruido tiende a ser baja, especialmente a mayor distancia del impago. Asimismo, si se compara el comportamiento de los diferenciales con conocidos episodios históricos de inestabilidad financiera (la crisis asiática de 1997-1998 o el impago de la deuda de Rusia en 1998), los diferenciales tienden a proporcionar una señal retardada en lugar de indicar un mayor riesgo con antelación.

La distancia al impago satisface las tres condiciones. Más concretamente, si bien la ratio señal-ruido puede ser también bastante baja para una entidad individual, las distancias al impago agregadas comparadas con episodios históricos de inestabilidad financiera tienden a proporcionar señales fácilmente identificables con bastante antelación. Los gráficos 3 y 4 muestran dos maneras distintas de agregar las distancias al impago de entidades individuales en los indicadores de estabilidad del sistema bancario. En el gráfico 3 se representan medias simples y ponderadas según el riesgo de la distancia al impago para los 37 principales bancos de la UE. El gráfico muestra un descenso entre comienzos del 2001 y el verano del 2003, que corresponde al deterioro de la estabilidad financiera. Desde entonces la distancia al impago ha aumentado, lo que supone una notable mejora de la estabilidad del sistema bancario. En septiembre del 2004, los valores medios de este indicador se habían elevado a niveles que no se observaban desde principios del año 1998. Además, la distancia al impago del banco más débil y la media del 10% de bancos más débiles habían mejorado también con respecto a los bajos niveles alcanzados a comienzos del 2003. La distancia al impago ponderada según el riesgo puede ser un indicador más útil que la media simple, ya que la primera atribuye un mayor peso a los grandes bancos, que son poten-

13 Véase «Market Discipline across Countries and Industries», op. cit.

14 Para más información sobre los aspectos conceptuales y el cálculo de estas medidas, véase «Modelling Risk», KMV Corporation, San Francisco, 2003. Para su aplicación, véase también «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2004.

15 Todos los indicadores se miden con cierto grado de imprecisión o error. Cuanto más preciso sea el indicador, más elevada será su ratio señal-ruido.

cialmente más importantes desde la perspectiva de la estabilidad sistémica. Si se compara la media simple con la media ponderada de la distancia al impago, se observa que, aún siendo algo más baja que la media, la estabilidad de los grandes bancos ha mejorado sensiblemente, al haberse reducido la brecha entre las dos medidas.

El indicador de umbral representado en el gráfico 4 puede tener incluso un mayor contenido informativo desde la perspectiva del seguimiento macroprudencial. Este indicador muestra la proporción de bancos (en número o en participación en los activos) con una calificación inferior al grado de inversión en un determinado momento, lo que sugiere que el mercado tiene al menos ciertas reservas respecto a su calidad. Tras alcanzar niveles bastante altos en 1999 y, nuevamente, en el período 2002-2003, este indicador ha caído recientemente de forma significativa, tanto en términos de activos como de número de bancos. En conjunto, la evolución de estos indicadores de mercado de los riesgos del sistema bancario sugiere que, tras un período caracterizado por ciertas tensiones en los años 1999 y 2003, el sistema bancario de la UE ha vuelto a presentar un nivel relativamente bajo de riesgo de fragilidad sistémica.

#### 4 CONCLUSIONES

En el presente artículo se han expuesto algunos de los argumentos teóricos en pro y en contra de la probable eficacia de la disciplina de mercado y se ha examinado la evidencia disponible sobre su eficacia actual. Las conclusiones resultantes de este análisis sugieren que la disciplina de mercado directa puede distar de ser operativa. En la actualidad, los participantes en el mercado carecen con toda probabilidad de las herramientas y de los incentivos necesarios para limitar los riesgos asumidos por los bancos a un nivel socialmente óptimo. Incluso la disciplina de mercado indirecta puede quedar limitada, en estos momentos, a las entidades de mayor tamaño. Al mismo tiempo, dadas la complejidad de estas entidades, la amplitud de sus operaciones fuera de balance y su orientación internacional, es precisamente en estos bancos donde la disciplina de mercado puede ser un comple-

mento más eficaz de las herramientas tradicionales utilizadas por los supervisores. Además, los precios de mercado agregados pueden ser un instrumento más útil para el seguimiento macroprudencial del sistema bancario en su conjunto que para el de las entidades individuales.

Una de las condiciones previas esenciales para que la disciplina de mercado sea más operativa es que los participantes en el mercado dispongan de información suficiente sobre las entidades de crédito. Esta condición ha sido reconocida en el Nuevo Acuerdo de Basilea, que recoge las exigencias de difusión de información (Pilar III), junto con los requerimientos mínimos de capital (Pilar I) y el proceso de revisión supervisora (Pilar II). La aplicación rigurosa de las estrictas exigencias de difusión de información del Pilar III será de gran utilidad para los participantes en el mercado, al facilitarles el seguimiento de instituciones financieras cada vez más complejas, y permitirles proporcionar a los supervisores señales de mercado que podrán ayudar a estos últimos en su labor.

En conjunto, la estructura institucional, especialmente en relación con las normas que regulan los procedimientos a seguir para hacer frente a la fragilidad bancaria, debe conducir a la disciplina de mercado. Los fondos de garantía de depósitos deberían limitarse a los pequeños depositantes, y determinados acreedores de las entidades (depositantes no cubiertos por los citados fondos, tenedores de deuda subordinada) deberían quedar fuera de la red de seguridad de forma creíble y esperar perder su dinero en caso de quiebra del banco. Si los participantes en el mercado esperan de forma generalizada que recibirán ayuda estatal cuando un banco se encuentre en serias dificultades, tendrán escasos incentivos para vigilar el comportamiento de la entidad. Es posible que, en el caso de los acreedores de grandes bancos sistémicamente importantes, el compromiso por parte de las autoridades de no ayudar a la entidad no sea totalmente creíble, al menos para algunos de los participantes en el mercado, con lo que se reducirá la calidad de los indicadores.

Este artículo sugiere que puede ser de cierta utilidad para los supervisores incorporar los precios de

mercado a los modelos de alerta temprana. En particular, la combinación de medidas basadas en las acciones, como la distancia al impago, con los diferenciales de deuda subordinada y la información contable parece ofrecer ciertas posibilidades. Los indicadores de mercado presentan tres importantes ventajas con respecto a los datos contables: reflejan las opiniones de un elevado número de participantes en el mercado condensadas en un precio conveniente, tienen en cuenta la evolución futura y se puede disponer de ellos con una frecuencia relativamente alta. Teniendo en cuenta estas ventajas, el artículo proporciona toda una lista de argumentos que demuestran que no puede descontarse el riesgo de obtener señales imprecisas. Ello pone de manifiesto la necesidad de contar con múltiples indica-

dores y fuentes de información para intentar efectuar una evaluación razonable de la estabilidad de las instituciones financieras.

La utilidad de agregar los indicadores de mercado en medidas del riesgo sistémico en el sector bancario ha sido reconocida por el BCE y estos indicadores han entrado a formar parte de las herramientas que la institución utiliza para realizar el seguimiento de la estabilidad financiera<sup>16</sup>. Estos indicadores tienden a proporcionar una información complementaria de la que ofrecen otros indicadores y sirven para contrastar la opinión del BCE sobre la estabilidad financiera.

16 «Financial Stability Review», BCE, diciembre 2004.



# EXPERIENCIA INICIAL TRAS LAS MODIFICACIONES DEL MARCO OPERATIVO DE EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

## ARTÍCULOS

Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema

*En marzo del 2004 entraron en vigor dos cambios en el marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema. El calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se modificó y el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación (OPF) se redujo de dos a una semana. El objetivo de estos ajustes era estabilizar el comportamiento de los participantes en el mercado en las OPF mediante la eliminación de las expectativas de variaciones en los tipos de interés oficiales del BCE dentro de un período de mantenimiento de reservas determinado. La decisión de introducir estos cambios se debió, fundamentalmente, a los episodios de insuficiencia de pujas ocurridos en períodos en que se esperaba la reducción de los tipos de interés. Al mismo tiempo, el BCE modificó la publicación semanal de sus estimaciones del importe medio de los factores de liquidez con el fin de acabar con las percepciones erróneas del mercado respecto a si las decisiones de adjudicación de las OPF tenían por objeto lograr una situación equilibrada de liquidez. En este artículo, que se centra en la actuación de las entidades en la presentación de las pujas en las OPF y en el tipo interbancario a un día, se describe la experiencia inicial tras la introducción de estos cambios.*

## I INTRODUCCIÓN

En marzo del 2004 entraron en vigor dos cambios en el marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema.

- El calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se modificó de forma que el comienzo y el final de dichos períodos están ligados al día de liquidación de la OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. Los períodos de mantenimiento empiezan siempre ese día y finalizan el día anterior a la liquidación de la OPF posterior a la siguiente reunión del Consejo de Gobierno en la que se vuelva a realizar la mencionada evaluación. Anteriormente, los citados períodos empezaban el día 24 de cada mes y terminaban el día 23 del mes siguiente, con independencia del calendario de reuniones del Consejo de Gobierno.

Como complemento, en la actualidad, las variaciones en los tipos de interés de las facilidades permanentes se aplican, por regla general, el primer día del nuevo período de mantenimiento de reservas. Previamente, estos cambios entraban en vigor el día siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno.

- El plazo de las OPF se redujo de dos a una semana. Este cambio, junto con los anteriormente mencionados, evitan que las OPF se

solapen con el siguiente período de mantenimiento de reservas.

Estos cambios tenían por objeto estabilizar el comportamiento de las entidades de crédito en las subastas, especialmente en períodos de expectativas de modificación inminente de los tipos de interés<sup>1</sup>. En los nueve episodios de insuficiencia de pujas registrados en años anteriores se había observado un comportamiento errático a la hora de demandar liquidez. La insuficiencia de pujas se produce cuando el BCE no puede adjudicar el importe que pretende debido al bajo nivel de las pujas. El comportamiento errático detectado antes de la introducción de los cambios en el marco operativo era atribuible, principalmente, al hecho de que, para las entidades de crédito, el coste de obtener de liquidez podía variar durante un determinado período de mantenimiento de reservas como consecuencia de la decisión del Consejo de Gobierno de modificar los tipos de interés oficiales del BCE.

En este contexto se introdujeron dos cambios en el marco operativo, con el fin de neutralizar el impacto de las especulaciones sobre las variaciones de los tipos de interés dentro de un período de mantenimiento de reservas determinado y, de ese modo, estabilizar el comportamiento de las entidades de crédito en las OPF. En primer lugar,

<sup>1</sup> En el artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», publicado en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2003, se analizaban detenidamente todos los aspectos relacionados con la introducción de los cambios en el marco operativo.



la coincidencia del comienzo del período de mantenimiento de reservas y de la aplicación de las decisiones relativas a los tipos de interés tenía por objeto eliminar las expectativas de modificación de los tipos de interés oficiales del BCE durante el período de mantenimiento de reservas en cuestión. En segundo lugar, la reducción del plazo de las OPF para evitar que la última OPF del período de mantenimiento venciera en el siguiente período trataba de evitar que el comportamiento de las entidades de crédito se viera afectado por las expectativas de variación de los tipos de interés en el siguiente período de mantenimiento de reservas.

Aparte de los cambios en el marco operativo, el BCE decidió publicar de manera sistemática su previsión del importe medio de los factores autónomos<sup>2</sup> y su cálculo de la adjudicación de referencia<sup>3</sup> de las OPF el día que anuncia o adjudica cada una de estas operaciones. Por regla general, el importe de referencia y el importe adjudicado acordado por el BCE son idénticos o sólo difieren en unos cientos de millones de euros. Anteriormente, el BCE únicamente daba a conocer su previsión sobre el importe medio de los factores autónomos los días en que se anunciaban las OPF y, a partir de esta previsión, el mercado podía estimar la adjudicación de referencia. La información adicional aclara expresamente al mercado si las decisiones de adjudicación del BCE relativas a las OPF pretenden lograr una situación equilibrada de liquidez o no. Con anterioridad a esta modificación, cuando las entidades de crédito observaban una desviación del importe adjudicado con respecto a la adjudicación de referencia que habían calculado, no se tenía la certeza de si tal desviación se debía a que el BCE trataba deliberadamente de conseguir un objetivo de liquidez no neutral o si simplemente era consecuencia de la actualización de las previsiones de los factores autónomos, que en esa época no se publicaban. Esto condujo en ocasiones a que se malinterpretaran las decisiones de adjudicación del BCE.

En este artículo se analiza la experiencia inicial del BCE en relación con estos cambios, comparando la situación anterior y posterior a la introducción de las modificaciones. A tal fin, se centra en el período

comprendido entre junio del 2000, cuando se introdujeron las subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja para las OPF, y mediados de enero del 2005. A modo de observación general cabe señalar que desde la introducción del nuevo marco operativo, el BCE no ha modificado los tipos de interés ni se han generado grandes expectativas de que se produzcan tales cambios. Por lo tanto, todavía no es posible realizar una valoración definitiva de si el marco modificado ha conseguido impedir que las expectativas de variación de los tipos de interés el comportamiento de las entidades en la OPF. No obstante, según se analiza en la sección 2, los cambios en el marco operativo del Euro-sistema y en la política de comunicación del BCE parecen haber contribuido ya a estabilizar dicha actuación. La sección 3 describe la forma en que las modificaciones han influido hasta ahora en la situación de liquidez y en la evolución del tipo de interés a un día.

## 2 COMPORTAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LAS OPF

En esta sección se compara la actuación de las entidades de contrapartida en las subastas de las OPF antes y después de la introducción de los cambios en el marco operativo, centrándose en la evolución reciente, para el conjunto de la zona del euro, del importe adjudicado, del importe solicitado y del número de entidades de contrapartida participantes.

### IMPORTE ADJUDICADO E IMPORTE SOLICITADO

La reducción del plazo de vencimiento de las OPF de dos a una semana y la eliminación del solapamiento entre dos operaciones llevó a que se duplicara el importe medio de adjudicación en las OPF. Esto se ilustra en el gráfico 1, en el que se utiliza

- 2 Los factores autónomos de liquidez incluyen aquellas partidas del balance consolidado del Eurosistema que normalmente no están relacionadas con operaciones de política monetaria, pero que afectan a la situación de liquidez de las entidades de crédito.
- 3 La adjudicación de referencia es el importe de adjudicación que normalmente es necesario para lograr una situación equilibrada en el mercado monetario a corto plazo, dadas las previsiones completas de liquidez del BCE. La adjudicación de referencia que se publica se redondea al múltiplo de 500 millones de euros más cercano.

la adjudicación de referencia como aproximación del importe efectivamente adjudicado. Por otra parte, el pronunciado aumento de la demanda de billetes registrado en los dos últimos años ha ampliado gradualmente el déficit de liquidez y ha llevado a que la adjudicación de referencia se incremente constantemente. De este modo, en diciembre del 2004, el importe adjudicado se situó en 283,5 mm de euros, un récord histórico.

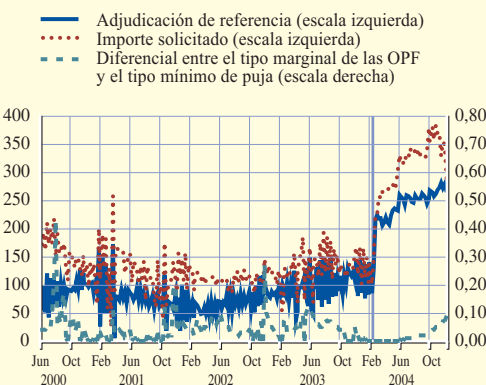
Las entidades de contrapartida adaptaron rápidamente su comportamiento al fuerte incremento del importe medio adjudicado. Durante el período de transición solo se registró en una ocasión una leve insuficiencia de pujas: el 23 de marzo de 2004, en la tercera OPF con vencimiento a una semana, el importe de las pujas presentadas fue inferior en 5 mm de euros a la adjudicación de referencia. Este episodio de insuficiencia de pujas no pareció estar relacionado con una reducción deliberada del total de pujas de las entidades de contrapartida hasta niveles situados por debajo de la adjudicación de referencia, sino que, al parecer, fue de naturaleza técnica. Desde entonces, el importe solicitado se elevó con rapidez hasta niveles constantemente por encima del importe adjudicado (véase gráfico 1), y en noviembre del 2004 registró un máximo histórico de aproximadamente 384 mm de euros.

El hecho de que el importe solicitado haya aumentado más que el importe adjudicado desde la introducción de los cambios en el marco operativo es acorde con la ampliación observada en el diferencial entre el tipo marginal de las OPF y el tipo mínimo de puja (véase gráfico 1).

La fácil adaptación de los volúmenes solicitados por los participantes en el mercado indica que la elevada rotación de activos de garantía que conllevaba la reducción del plazo de vencimiento de las OPF no ha dificultado hasta ahora la obtención de los activos necesarios, contrariamente a la preocupación expresada durante el período de consultas a la comunidad bancaria acerca de los cambios. De hecho, la reducción del plazo de vencimiento de las OPF puede incluso haber facilitado a las entidades de contrapartida la movilización de los activos de garantía necesarios, por-

**Gráfico 1 Adjudicación de referencia e importe solicitado en las OPF**

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: puntos porcentuales; datos semanales)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical azul señala la implantación de los cambios en el marco operativo.

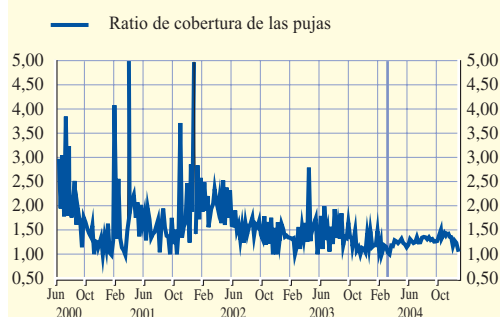
que ahora sólo están inmovilizados durante una semana en lugar de dos.

Desde la entrada en vigor de los cambios en el marco operativo se ha observado una reducción de las fluctuaciones a corto plazo de la adjudicación de referencia (y del importe adjudicado) (véase gráfico 1). Con anterioridad a la introducción de los citados cambios, la variación media (positiva o negativa) que registraba a la semana la adjudicación de referencia era de 33 mm de euros, mientras que desde la modificación del marco operativo ha sido de 7 mm de euros. Esta disminución puede atribuirse al hecho de que, actualmente, el plazo de vencimiento de la OPF es siempre equivalente al horizonte del objetivo de liquidez supuesto por la adjudicación de referencia. En el marco anterior, el plazo de vencimiento de dos semanas de las OPF era siempre mayor que el horizonte del objetivo de liquidez. En consecuencia, existía una relación bastante compleja entre los volúmenes de las dos OPF vivas, lo que ocasionalmente provocaba importantes fluctuaciones semanales en la adjudicación de referencia.

La disminución de las fluctuaciones a corto plazo en la adjudicación de referencia ha contribuido a la estabilización del comportamiento de las enti-

**Gráfico 2 Ratio de cobertura de las pujas**

(datos semanales)

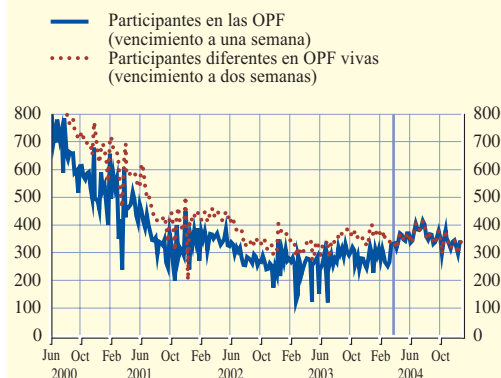


Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical azul claro señala la implantación de los cambios en el marco operativo.

**Gráfico 3 Número de entidades de contrapartida participantes en las OPF**

(datos semanales)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical azul claro señala la implantación de los cambios en el marco operativo.

dades de crédito en las OPF. Aunque, a largo plazo, las entidades de contrapartida parecen ajustar plenamente el importe total de las pujas presentadas en función del nivel estructural de la adjudicación de referencia, este ajuste es aparentemente menos eficiente en el corto plazo, ya que algunos participantes en el mercado parecen tender a demandar liquidez por importes bastante constantes. En consecuencia, las fluctuaciones semanales relativamente pronunciadas observadas en la adjudicación de referencia (y en el importe adjudicado) antes de la introducción de las modificaciones en el marco operativo también provocaron fluctuaciones en la ratio de cobertura de las pujas, que es la relación entre el importe solicitado y el importe adjudicado (véase gráfico 2). La variación semanal media de la ratio de cobertura de las pujas era de 0,65 antes de la entrada en vigor de los cambios, mientras que en el período posterior ha sido de sólo 0,07. Por lo tanto, el riesgo de que se produzca una insuficiencia técnica de pujas relacionada con la dificultad de ajustarlas ha disminuido considerablemente tras la implantación de los cambios del marco operativo. En general, es posible que la mayor estabilidad de la adjudicación de referencia, junto con las modificaciones en la política de comunicación del BCE, haya hecho que las entidades de contrapartida anticipen con más facilidad el importe que el BCE

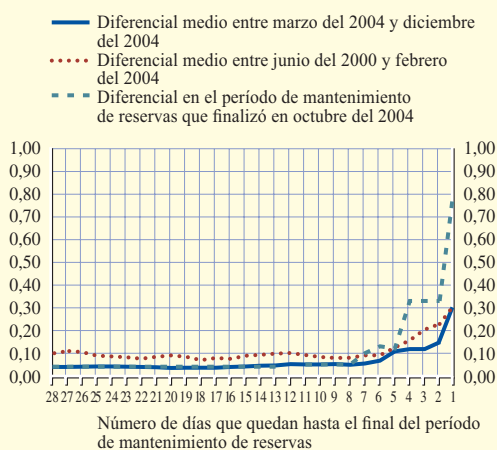
va a adjudicar, y que preparen sus pujas en consecuencia.

### NÚMERO DE ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA PARTICIPANTES

En las OPF pueden participar unas 2.100 entidades de crédito de la zona del euro. En el 2004, antes de la introducción de las modificaciones en el marco operativo, el promedio de entidades participantes en una OPF era de 282, cifra que había disminuido constantemente desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, cuando más de 700 entidades de crédito participaban en estas operaciones. Esta tendencia a la baja parece haberse invertido, ya que el promedio de entidades participantes ha aumentado a 350 desde la implantación de los cambios (véase gráfico 3). Sin embargo, debe observarse que es probable que este aparente incremento se deba, principalmente, a la reducción del plazo de vencimiento de las OPF de dos a una semana, lo que significa que, actualmente, las entidades de crédito necesitan presentar una puja cada semana en lugar de cada dos semanas con el fin de satisfacer sus necesidades de liquidez. La importancia de este aspecto es obvia si se considera el número total de entidades diferentes participantes en las dos OPF vivas antes de la introducción de las modificaciones en el marco operativo (véase

**Gráfico 4 Diferencial medio entre el EONIA y el tipo mínimo de puja en un período de mantenimiento de reservas**

(puntos porcentuales; datos diarios)

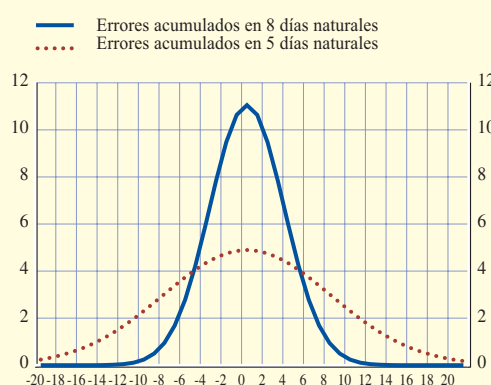


Fuente: BCE.

Nota: Los máximos de fin de mes se han eliminado de la serie para facilitar la comparación.

**Gráfico 5 Distribución de los errores de predicción de los factores autónomos acumulados**

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La serie de datos abarca desde el 8 de enero hasta el 8 de diciembre de 2004.

gráfico 3). En las OPF con vencimiento a una semana, estas entidades tendrían que participar en todas las subastas semanales para conseguir la misma liquidez. No obstante, es posible que la mayor transparencia y simplicidad del nuevo marco haya facilitado a las entidades de contrapartida la tarea de preparar sus pujas y, en consecuencia, que también haya favorecido cierto aumento de la participación en las subastas.

### 3 SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y TIPO DE INTERÉS A UN DÍA

En esta sección se analiza la forma en que las modificaciones introducidas en el marco operativo han influido en el tipo de interés a un día y en la política de liquidez de BCE.

#### TIPO DE INTERÉS A UN DÍA

El valor medio del diferencial, en términos absolutos, entre el tipo interbancario a un día (EONIA) y el tipo mínimo de puja (el «diferencial a un día») se ha reducido considerablemente desde la introducción de los cambios en el marco operativo, excepto el último día de cada período de mantenimiento de

reservas (véase gráfico 4). Las comparaciones entre los dos marcos operativos en función del final de los períodos de mantenimiento de reservas se ven dificultadas por el hecho de que el nuevo marco (para el que se dispone de menos observaciones) incluye cuatro períodos en los que se realizaron operaciones de ajuste al final de cada uno. Sin estas operaciones, es probable que los diferenciales medios a un día observados al terminar los períodos de mantenimiento de reservas hubieran sido más elevados que antes de la introducción de las modificaciones en el marco operativo.

Ciertamente, uno de los efectos de los cambios en el marco operativo es la mayor probabilidad de que se acumulen importantes desequilibrios de liquidez tras la adjudicación de la última OPF de un período de mantenimiento de reservas. Esto se debe a que, actualmente, la adjudicación de la última OPF siempre se efectúa ocho días antes del final del período de mantenimiento, mientras que, en el marco anterior, la fecha de la última adjudicación variaba cada mes y se realizaba entre dos y ocho días antes del final del período (cuatro días, por término medio). Más concretamente, esto implica que ahora, al determinar la adjudicación de la última OPF, el BCE ha de efectuar previsiones sobre las necesida-

des de liquidez en un horizonte de ocho días, mientras que en el marco anterior únicamente debía tomar en consideración una previsión que, en promedio, abarcaba cinco días. En la consulta efectuada a las entidades de crédito, éstas expresaron su preocupación sobre la posibilidad de que esto fuera problemático. La desviación típica de los errores de predicción de los factores autónomos acumulados en un horizonte de ocho días naturales suele ser de unos 7 mm de euros, frente a los 3 mm de euros que se registran cuando el horizonte es de cinco días naturales (véase gráfico 5).

Al mismo tiempo, en cierta medida, la nueva política de comunicación del BCE en lo que respecta a las previsiones de los factores autónomos y a la adjudicación de referencia ha facilitado a los participantes en el mercado la detección de desequilibrios en la liquidez. En igualdad de condiciones, estos dos factores aumentan la posibilidad de que, tras la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento de reservas, el tipo de interés a un día se desvíe antes, más significativamente, del tipo mínimo de puja. Esto puede ilustrarse, por ejemplo, con el período de mantenimiento de reservas que finalizó el 11 de octubre de 2004, en el que se produjo un importante desequilibrio de liquidez (véase gráfico 4). Al final de este período, en el que no se realizó ninguna operación de ajuste, el diferencial a un día no sólo registró un nivel muy elevado el último día, sino que empezó a aumentar poco después de adjudicarse la última OPF.

#### **POLÍTICA DE LIQUIDEZ DEL BCE**

En respuesta a estas circunstancias, el BCE ha realizado una operación de ajuste el último día del período de mantenimiento de reservas en cuatro ocasiones desde la introducción de las modificaciones en el marco operativo, con el objeto de compensar los elevados desequilibrios de liquidez esperados. Estos desequilibrios fueron consecuencia, en gran medida, de cambios en las previsiones de los factores autónomos realizadas por el Eurosistema. En varias ocasiones ha sido necesario revisar estas previsiones, debido a la evolución imprevista de los billetes en circulación y, algunas veces, a considerables errores de predicción de los depósitos de las Administraciones Públicas, respecto de los cua-

les se informó muy tarde al BCE. Además, las previsiones del exceso de reservas de las entidades de crédito (saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) pueden ser revisadas sustancialmente el último día del período de mantenimiento de reservas. Consciente de los problemas que plantean las revisiones tardías de las previsiones de los factores autónomos, el Eurosistema, en colaboración con los países de la zona del euro correspondientes, ya ha adoptado algunas medidas correctoras, y confía en que parte de estas distorsiones se reduzcan en un futuro próximo.

En consonancia con la política general del BCE, tendente a conseguir una situación neutral de liquidez, las cuatro operaciones de ajuste se realizaron con independencia de si el desequilibrio de la liquidez era positivo o negativo: el 11 de mayo y el 7 de diciembre de 2004 se realizaron operaciones de ajuste para absorber de liquidez, mientras que el 8 de noviembre de 2004 y el 18 de enero de 2005 se efectuaron operaciones de ajuste para inyectar de liquidez. Estas operaciones trataron de reestablecer el equilibrio en la situación de liquidez al final de los respectivos períodos de mantenimiento de reservas. Desde el momento en que se anunciaron, el tipo de interés a un día se estabilizó en un nivel próximo al tipo mínimo de puja.

Cuando el BCE acordó realizar una operación de ajuste el 8 de noviembre, esperaba un desequilibrio de liquidez de 6,5 mm de euros, importe inferior al esperado al final de algunos períodos de mantenimiento de reservas anteriores en los que el BCE no efectuó operaciones de ajuste. Ello se debió a que el BCE, teniendo en cuenta la experiencia inicial con el nuevo marco y su preferencia por una situación tranquila en el mercado monetario durante todo el período de mantenimiento de reservas, consideró oportuno abordar de forma más eficaz los desequilibrios de liquidez al final de dichos períodos.

La política de solventar tales desequilibrios de liquidez ha evolucionado de manera gradual y se ha beneficiado de la experiencia adquirida en sucesivos períodos de mantenimiento de reservas. Con anterioridad a la introducción del nuevo marco, en marzo del 2004, los desequilibrios de liquidez al



final del período y la volatilidad resultante del tipo de interés a un día eran, por lo general, bastante moderados, y el BCE nunca llevó a cabo como respuesta una operación de ajuste después de adjudicar la última OPF. Este hecho coincidía con la idea de que cierta volatilidad del tipo de interés a un día al final del período de mantenimiento de reservas puede aumentar los incentivos que tienen las entidades de crédito para presentar pujas en las OPF, en la medida en que tratan de reducir su riesgo de tipo de interés. Debido a la preocupación expresada inicialmente por algunas entidades de crédito de que la mayor rotación de activos de garantía que conllevaba acortar el plazo de vencimiento de las OPF podía incrementar el riesgo de que se produjera una insuficiencia de pujas, se consideró importante no reducir los incentivos para participar en las subastas. Así, el BCE decidió esperar hasta haber adquirido cierta experiencia sobre el comportamiento de las entidades de crédito a la hora de demandar fondos en el nuevo marco antes de adaptar la política que había seguido en relación con los desequilibrios de liquidez al final de los períodos.

Como sugiere el análisis del comportamiento de las entidades de crédito en las subastas realizado en la sección anterior, resultó que tanto los importes solicitados como los tipos a los que se había pujado mostraron que los incentivos para presentar pujas aumentaron constantemente tras la introducción de los cambios en el marco operativo. En consecuencia, parece haber poca o ninguna necesidad de incrementar los incentivos para participar en las OPF permitiendo una volatilidad excesiva del tipo de interés a un día al final del período. Además, se dispone de cierta evidencia provisional que indica que dicha volatilidad, que puede alcanzar niveles elevados (como sucedió en octubre del 2004), puede resultar, en cierta medida, perjudicial para la liquidez del mercado monetario interbancario y para el normal funcionamiento de sus mercados derivados. En consecuencia, en varias ocasiones desde el otoño del 2004, el BCE consideró beneficioso ocuparse con mayor efectividad de los desequilibrios de liquidez al final del período de mantenimiento de reservas mediante la ejecución de operaciones de ajuste. Cuando se haya adquirido más experiencia, el BCE podrá revisar de nuevo su política antes tales desequilibrios.

#### 4 CONCLUSIONES

Aunque el BCE no ha modificado los tipos de interés oficiales desde la implantación del nuevo marco operativo, hay una sensación de confianza de que se está alcanzando el principal objetivo de los cambios, a saber, «inmunizar» el comportamiento de las entidades de crédito en las subastas durante un período de mantenimiento de reservas frente a las expectativas de variaciones en los tipos de interés. En este artículo se muestra que los cambios en el marco operativo se introdujeron sin problemas y que las entidades de contrapartida adaptaron rápidamente su comportamiento al incremento de los importes adjudicados en las OPF semanales. Los niveles de las pujas y sus ratios de cobertura han permanecido estables. Parte de esta estabilidad puede ser atribuible a la mejor comunicación en lo que respecta a las previsiones de los factores autónomos y a la adjudicación de referencia. No obstante, la estabilización del comportamiento de las entidades de contrapartida a la hora de demandar liquidez parece deberse, principalmente, a la reducción de las fluctuaciones semanales la adjudicación de referencia.

Esta estabilidad en el comportamiento de las entidades ha ido acompañada también de una estabilización general del diferencial entre el tipo interbancario a un día y el tipo mínimo de puja durante el período de mantenimiento de reservas. Sin embargo, la mayor probabilidad de que se produzcan desequilibrios de liquidez al final del período en la última semana de cada período de mantenimiento de reservas provocó, en algunas ocasiones, un nivel de volatilidad de los tipos no deseado. Como consecuencia tanto de esta volatilidad como de la mayor estabilidad lograda en el comportamiento de las entidades en relación con sus pujas, el BCE ha decidido contrarrestar de forma más efectiva los desequilibrios de liquidez al final del período de mantenimiento de reservas. Desde la introducción de los cambios en el marco operativo, esta decisión se ha traducido en cuatro operaciones de ajuste realizadas el último día del período de mantenimiento de reservas. El nuevo enfoque ha contribuido a contener la volatilidad media del tipo de interés a un día observada durante la última semana del período de mantenimiento de reservas.





# BALANZA DE PAGOS Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO FRENTE A LAS PRINCIPALES CONTRAPARTES

## ARTÍCULOS

Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes

*En enero del 2005, el BCE publicó, por primera vez, una desagregación geográfica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro. Tanto la balanza de pagos como la p.i.i. se detallan por países (Dinamarca, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos) y grupos de contrapartida («otros Estados miembros de la UE», centros financieros extraterritoriales, instituciones de la UE y organismos internacionales). En lo que respecta a las transacciones de la balanza de pagos, existen datos trimestrales disponibles desde el primer trimestre del 2003 hasta el tercer trimestre del 2004, mientras que en el caso de la p.i.i., se dispone de datos anuales para fin del 2002 y del 2003. La desagregación geográfica de la balanza de pagos y de la p.i.i. de la zona del euro pone de relieve la importancia del comercio y los flujos financieros con países como Reino Unido, Suiza y Estados Unidos.*

## 1 INTRODUCCIÓN

El BCE ha compilado estadísticas mensuales y trimestrales de la balanza de pagos y estadísticas anuales de la posición de inversión internacional (p.i.i.) de la zona del euro desde el año 1999; estos datos, cuyas series históricas abarcan hasta 1997<sup>1</sup>, ofrecen una panorámica de las transacciones y las posiciones transfronterizas de la zona del euro como una única entidad económica y excluyen las transacciones y las posiciones entre los países integrantes de la zona. Las autoridades nacionales de dichos países<sup>2</sup> son responsables de la recopilación de los datos.

Los datos que se presentan en este artículo, que se publican por primera vez en enero del 2005, ofrecen una desagregación geográfica respecto a las principales contrapartes no residentes de las transacciones exteriores (balanza de pagos) y las posiciones (p.i.i.) de la zona del euro. Abarcan datos trimestrales de balanza de pagos desde el primer trimestre del 2003 hasta el tercer trimestre del 2004 y datos de fin de año sobre la p.i.i. correspondientes al 2002 y al 2003. La desagregación geográfica tiene por objeto facilitar una comprensión más cabal de los vínculos que existen entre la zona del euro y otras economías.

En el presente artículo se describe el enfoque adoptado con los nuevos datos y se explica de forma sucinta la metodología utilizada para compilarlos; asimismo, se describe la evolución más reciente de las cuentas corriente y financiera y de la p.i.i.

## 2 ENFOQUE Y ASPECTOS METODOLÓGICOS

La desagregación geográfica recoge las principales rúbricas de la balanza de pagos y la p.i.i. y brinda información más detallada sobre la renta de la inversión y la cuenta financiera que sobre el resto de las cuentas corriente y de capital. No se ofrece una desagregación geográfica de los derivados financieros, los activos de reserva o las transacciones de pasivos de la inversión de cartera (en el recuadro 1 se describen otras fuentes de datos sobre las posiciones en estos pasivos y rentas relacionadas).

La desagregación de los datos trimestrales de balanza de pagos y los datos anuales de la p.i.i. permite identificar varias contrapartes y grupos de contrapartida diferentes: tres principales socios comerciales que pertenecen a la Unión Europea pero no a la zona del euro (Dinamarca, Suecia y Reino Unido); el grupo que integran los otros diez Estados miembros de la UE; Canadá, Japón, Suiza y Estados Unidos a título individual; los centros financieros extraterritoriales<sup>3</sup> y todos los demás países. También se definen como contrapartes los or-

- 1 En la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>) pueden obtenerse estimaciones de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro a partir de 1980.
- 2 Véase la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales (BCE/2004/15), DO L de 30.11.2004, p. 34. El apartado 4 del artículo 2 y el anexo II se refieren a la desagregación geográfica.
- 3 La Comisión Europea (Eurostat) y la OCDE mantienen la lista de centros extraterritoriales.

ganismos internacionales que no pertenecen a la Unión Europea, así como las instituciones y otros órganos de la UE (como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones) que, con la excepción del propio BCE, se clasifican a efectos estadísticos como no residentes en la zona del euro, independientemente de su localización física.

En los cuadros 1 y 2 se presenta la desagregación geográfica de las cuentas corriente, de capital y financiera de la balanza de pagos de la zona del euro correspondientes al tercer trimestre del 2004. En el cuadro 3 figura el correspondiente desglose de la p.i.i. al final del 2003<sup>4</sup>.

Los conceptos y definiciones utilizados en la balanza de pagos y en la p.i.i. son coherentes con el Manual de Balanza de Pagos del FMI, quinta edición (1993). La recogida y la compilación de estas estadísticas se describe en una publicación reciente del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004).

4 En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse otros cuadros en los que aparece la desagregación geográfica de la balanza de pagos trimestral desde el primer trimestre del 2003 hasta el tercer trimestre del 2004 y de la posición de inversión internacional al final del 2002 y del 2003. Se incluyen los datos correspondientes a Canadá, así como las notas metodológicas pertinentes.

**Cuadro 1 Desagregación geográfica de la cuenta corriente y de la cuenta de capital de la zona del euro**

(mm de euros; transacciones acumuladas, IV 2003 - III 2004)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transferencias corrientes	
<b>Ingresos</b>						
<b>Total</b>	1.767,5	1.104,1	344,4	236,7	82,4	25,3
Dinamarca	35,3	24,3	6,9	3,8	0,4	0,0
Suecia	57,3	39,7	9,8	7,3	0,5	0,0
Reino Unido	354,5	197,2	89,7	58,2	9,4	0,6
Otros Estados miembros de la UE	148,9	122,2	15,7	9,8	1,2	0,1
Instituciones de la UE	58,5	0,2	4,3	4,8	49,2	22,1
Japón	46,9	32,5	9,9	4,1	0,3	0,0
Suiza	121,0	62,1	34,4	18,9	5,6	0,4
Estados Unidos	298,9	167,3	69,7	54,8	7,1	1,2
Otros países	646,3	458,7	104,0	74,9	8,8	1,0
<b>Pagos</b>						
<b>Total</b>	1.722,3	989,6	321,6	275,0	136,1	6,2
Dinamarca	33,3	23,5	6,1	3,4	0,3	0,0
Suecia	54,4	37,3	7,7	8,7	0,7	0,0
Reino Unido	287,9	137,9	66,9	75,2	7,9	0,3
Otros Estados miembros de la UE	126,8	102,7	18,5	4,0	1,5	0,2
Instituciones de la UE	81,7	0,0	0,2	3,6	78,0	0,4
Japón	81,2	50,3	7,0	23,6	0,3	0,0
Suiza	115,6	50,2	28,3	32,2	5,0	0,2
Estados Unidos	255,0	107,2	74,0	64,2	9,6	0,4
Otros países	686,2	480,4	113,0	60,1	32,7	4,6
<b>Neto</b>						
<b>Total</b>	45,3	114,6	22,8	-38,3	-53,8	19,2
Dinamarca	2,0	0,8	0,8	0,4	0,0	0,0
Suecia	2,9	2,4	2,0	-1,3	-0,2	0,0
Reino Unido	66,5	59,3	22,8	-17,0	1,4	0,3
Otros Estados miembros de la UE	22,2	19,5	-2,8	5,8	-0,3	-0,1
Instituciones de la UE	-23,2	0,2	4,1	1,2	-28,8	21,7
Japón	-34,4	-17,8	2,9	-19,5	-0,1	0,0
Suiza	5,4	11,8	6,1	-13,3	0,6	0,2
Estados Unidos	43,9	60,1	-4,2	-9,4	-2,5	0,8
Otros países	-39,9	-21,8	-9,0	14,8	-23,9	-3,6

Fuente: BCE.

La desagregación geográfica de las exportaciones de bienes se basa en los países de destino, mientras que las importaciones se asignan al país de origen. Los datos correspondientes a las transacciones con países de fuera de la zona del euro se extraen de la documentación de aduanas, mientras que para los Estados miembros de la UE que no forman parte de la zona del euro se utiliza el sistema de remisión de información Intrastat. El comercio de servicios se desglosa por proveedores o adquirentes de servicios. En el caso de las transferencias corrientes y de capital, se asignan al país del donante o del beneficiario según corresponda.

La desagregación de las transacciones y las posiciones financieras, así como de la correspondiente renta de la inversión se realiza conforme al principio del deudor/acreedor, es decir, los activos financieros de la zona del euro se asignan al país de residencia del deudor, mientras que los pasivos se asignan al país de residencia del inversor no residente. En el caso de las inversiones directas, la desagregación geográfica se refiere a la residencia de la filial extranjera (inversiones en el exterior) o de la empresa inversora no residente (inversiones en la zona del euro).

Las multinacionales pueden desviar sus transacciones financieras a través de filiales o intermediarios

establecidos en centros financieros, aunque las principales actividades del grupo pueden realizarse en otro lugar. Por ejemplo, muchas compañías canalizan las inversiones directas y de cartera a través de empresas o entidades de propósito especial, a menudo para aumentar la eficiencia de las actividades administrativas o contables o por motivos fiscales; la gestión de tesorería de las empresas del grupo puede centralizarse en una de esas entidades. Por consiguiente, a efectos estadísticos, los centros extraterritoriales se consideran contrapartes financieras de la zona del euro.

La práctica de depositar valores en custodia en un tercer país (en el que ni el tenedor ni el emisor son residentes) complica la tarea de identificar a los tenedores de valores emitidos por residentes de la zona del euro que no son residentes en dicha zona. De hecho, los nuevos datos publicados en enero del 2005 no permiten determinar la desagregación geográfica de los pasivos correspondientes a inversiones de cartera. En el recuadro 1 se describe un enfoque alternativo para contabilizar estos pasivos.

Además de las encuestas sobre la inversión de cartera y otras similares que realiza el FMI, el Reino Unido, Japón y Estados Unidos publican la

**Cuadro 2 Desagregación geográfica de la cuenta financiera de la zona del euro**

(mm de euros; transacciones acumuladas, IV 2003 - III 2004)

	Inversiones directas		Inversiones de carteras (activos)				Otras inversiones	
	En el exterior	En la zona del euro	Total	Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Activos	Pasivos
<b>Total</b>	-100,2	60,2	-270,3	-77,9	-139,2	-53,2	-304,7	267,6
Dinamarca	-0,7	1,6	-0,4	2,1	-0,3	-2,1	-7,8	7,5
Suecia	-5,8	3,9	-9,8	-1,4	-5,6	-2,8	-17,4	1,8
Reino Unido	-38,8	9,8	-73,8	-7,8	-48,1	-17,8	-202,2	133,0
Otros Estados miembros UE	-3,1	1,6	-12,9	-1,1	-9,3	-2,4	-12,3	11,7
Instituciones de la UE	0,0	0,1	-5,5	-0,1	-5,7	0,3	0,3	8,9
Japón	-9,1	2,7	-36,1	-17,7	-7,6	-10,8	-1,1	9,6
Suiza	4,0	10,8	-0,3	0,6	-0,8	-0,1	-2,3	4,9
Estados Unidos	-0,5	10,9	-60,3	-16,6	-38,4	-5,3	-18,4	54,7
Centros financ. extraterritoriales	-19,6	13,9	-20,2	-13,0	2,5	-9,6	-36,5	-7,3
Organismos internacionales	0,0	0,0	4,1	0,0	3,1	1,0	-4,0	6,2
Otros países	-26,8	5,0	-55,2	-22,7	-29,0	-3,4	-3,0	36,5

Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una disminución (un aumento) de los activos de la zona del euro o un incremento (una disminución) de los pasivos.

**Cuadro 3 Desagregación geográfica de la posición de inversión internacional de la zona del euro**

(mm de euros; saldos vivos al final de 2003)

	Inversiones directas		Total	Inversiones de cartera (activos)			Otras inversiones	
	En el exterior	En la zona del euro		Acciones y participaciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Activos	Pasivos
<b>Total</b>	2.110,4	2.030,7	2.607,4	1.054,6	1.317,0	235,8	2.587,3	2.902,1
Dinamarca	25,9	24,2	48,3	8,3	37,5	2,5	49,9	16,3
Suecia	63,5	74,6	91,7	26,0	53,6	12,0	49,1	31,0
Reino Unido	485,0	831,2	568,3	223,5	262,3	82,4	1.064,8	1.041,4
Otros Estados miembros UE	108,8	3,2	45,0	9,6	34,9	0,6	72,5	60,3
Instituciones de la UE	0,0	0,1	46,1	0,0	45,5	0,6	4,5	168,2
Japón	53,6	48,7	117,5	80,7	35,2	1,6	86,4	72,3
Suiza	231,6	160,4	84,7	75,7	7,9	1,2	170,6	223,1
Estados Unidos	492,8	496,2	960,3	441,6	423,6	95,0	368,4	440,1
Centros financ. extraterritoriales	218,5	258,7	284,5	74,9	197,0	12,5	229,7	469,3
Organismos internacionales	0,0	0,1	27,8	0,5	26,2	1,1	38,9	45,6
Otros países	430,5	133,3	333,2	113,8	193,3	26,2	452,6	334,4

Fuente: BCE.

distribución geográfica de sus propias transacciones y/o posiciones exteriores. Algunos de los otros países con los que comercia la zona del euro publican un desglose de algunas partidas, al igual que la Comisión Europea (Eurostat) y el Banco de Pagos Internacionales. A pesar de algunas limitaciones importantes<sup>5</sup> —sobre todo, las diferencias en la cobertura, la periodicidad y la puntualidad de los datos— estas fuentes proporcionan datos complementarios «reflejo»; a estos datos se hace referencia en la dirección del BCE en Internet.

### 3 DESAGREGACIÓN GEOGRÁFICA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

#### CUENTA CORRIENTE

Tomando como base los flujos acumulados entre el cuarto trimestre del 2003 y el tercer trimestre del 2004, la desagregación geográfica de la balanza de pagos de la zona del euro indica que ésta registró un superávit por cuenta corriente frente a todas las contrapartes comerciales consideradas, ya sean países o agrupaciones, con la excepción de Japón, las instituciones de la UE y el grupo de «otros países» (véase cuadro 1). El superávit total por cuenta corriente registrado durante este período refleja los superávits obteni-

dos en las balanzas de bienes y servicios, que fueron contrarrestados en parte por los déficit de rentas y transferencias corrientes.

La estructura del superávit de las balanzas comercial y de bienes de la zona del euro se asemeja al de la cuenta corriente, con Estados Unidos, Reino Unido y los «otros Estados miembros de la UE» —en ese orden— como principales contrapartes. En cambio, la zona registró un déficit en la balanza de servicios frente a Estados Unidos y los «otros Estados miembros de la UE» y un pequeño superávit frente a Japón. Gran parte del superávit de la balanza de servicios se registró frente al Reino Unido. Por último, el déficit de la balanza de rentas de la zona del euro refleja, principalmente, sendos déficit frente al Reino Unido y Japón y, en menor medida, frente a Suiza y Estados Unidos.

Dada la importancia de los intercambios comerciales en la evolución de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, vale la pena considerar tanto los ingresos como los pagos de la balanza comercial para

5 Algunas contrapartes asignan las transacciones de la balanza de pagos en función del comprador de los valores o del intermediario. La adopción de este enfoque da lugar a una sobreestimación de las compras realizadas por los centros financieros extraterritoriales en los que se localizan los custodios.

## Recuadro I

## ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LAS INVERSIONES DE CARTERA

El BCE aplica el enfoque del «deudor/acreador final» recomendado internacionalmente para las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro. Así pues, los activos (tenencias de valores) se distribuyen geográficamente en función del emisor o prestatario (el auténtico deudor) y no en función del vendedor de los valores (ya se trate del tenedor anterior o de un intermediario). Este enfoque no resulta difícil de aplicar, ya que el tenedor de los valores normalmente puede identificar al deudor.

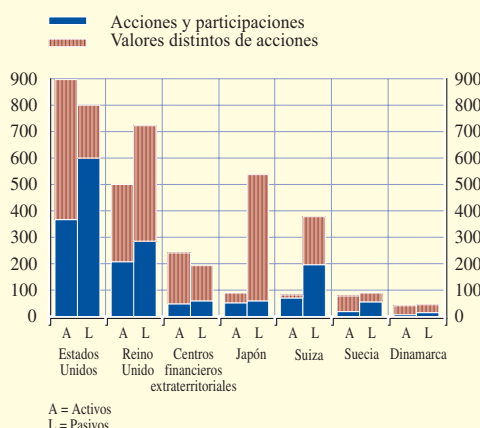
En el caso de los pasivos, la desagregación geográfica resulta más difícil porque los agentes informadores en la zona del euro no pueden identificar con frecuencia al tenedor de los valores que han emitido (el auténtico acreedor). La fuente utilizada para estimar el detalle de los pasivos es la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera (ECIC), que el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó por primera vez al final de 1997 y que, desde el final del 2001, se realiza con periodicidad anual. Al final de 2002, fueron 68 los países que proporcionaron una desagregación geográfica de los activos de cartera en el exterior de sus residentes, utilizando información facilitada por residentes tenedores de activos o por custodios residentes. Todos los países de la zona del euro (así como los otros diez Estados miembros de la UE) participan en la encuesta. Sus pasivos los declaran como activos las respectivas contrapartes, en este caso, otros países. En la encuesta se distingue entre valores distintos de acciones (a largo y corto plazo) y acciones y participaciones que se mantienen como inversión de cartera. Véanse más detalles al respecto en la dirección del FMI en Internet ([www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm)).

La encuesta proporciona una desagregación geográfica fiable de la mayor parte de los valores que se mantienen como inversión de cartera. Sin embargo, no abarca los valores (en su mayoría distintos de acciones) en poder de las autoridades monetarias y los organismos internacionales. Por lo tanto, para determinar la desagregación geográfica de los valores mantenidos como activos de reserva, el FMI realiza dos encuestas anuales complementarias: la Encuesta sobre la distribución geográfica de valores que se mantienen como reservas de divisas (EVARD) y la Encuesta sobre la distribución geográfica de valores que mantienen organismos internacionales (EVOI). La EVARD y la EVOI abarcan, aproximadamente, una quinta parte de los valores distintos de acciones que se mantienen fuera de la zona del euro. Basándose, en parte, en estimaciones (ya que ninguna de estas dos últimas encuestas ofrece un detalle por países u organismos tenedores) las tres fuentes proporcionan una desagregación geográfica de los pasivos de las inversiones de cartera, de las acciones y participaciones y de los valores distintos de acciones de la zona del euro.

Las encuestas del FMI se realizan con periodicidad anual y los resultados se dan a conocer bastante después del período de referencia; los datos

## Desagregación geográfica de las inversiones de cartera de la zona del euro

(mm de euros, saldos vivos al final de 2002)



Fuente: Activos - BCE; pasivos - FMI, Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera 2002 (a agosto del 2004) y cálculos del BCE.

correspondientes al final del 2003 estarán disponibles en el curso del año 2005. Los resultados de las últimas encuestas disponibles corresponden al final del 2002 y se utilizaron para asignar los pasivos de la posición de inversión internacional a esa fecha y las rentas relacionadas en la balanza de pagos a partir de entonces. Estos datos indican que Estados Unidos era el principal tenedor de activos de cartera frente a la zona del euro, seguido del Reino Unido, Japón y Suiza. Mientras que las tenencias de Estados Unidos eran, en su mayor parte, de acciones y participaciones, en el Reino Unido (especialmente) y Japón predominaban los valores distintos de acciones.

hacerse una idea más exacta de la importancia relativa de los países y las regiones en los flujos comerciales de la zona. A tal efecto, la desagregación geográfica de su balanza de pagos indica que el Reino Unido es el principal importador de bienes de la zona del euro, con una participación del 18% en las exportaciones totales de la zona, seguido de Estados Unidos (15%), Suiza (6%), Suecia (4%), Japón (3%) y Dinamarca (2%) (véase gráfico 1). Durante el mismo período, la proporción de bienes exportados a los «otros Estados miembros de la UE» es del 11%, mientras que el resto corresponde al grupo de «otros países».

Hasta enero del 2005 no se han publicado datos trimestrales sobre la desagregación geográfica de las exportaciones de servicios de la zona del euro. Al parecer, los tres importadores más grandes de servicios de la zona son los mismos que en caso de los bienes. El Reino Unido importa el 26% de las exportaciones de servicios de la zona del euro, seguido de Estados

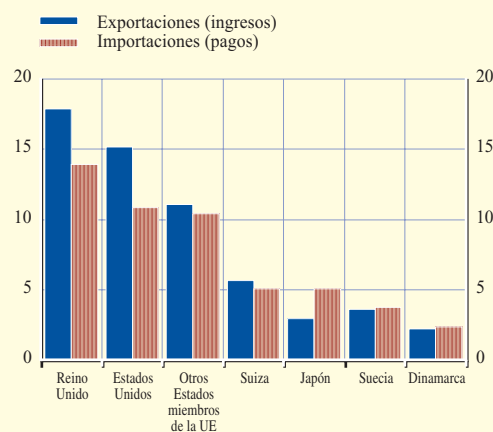
Unidos (20%), Suiza (10%), Japón (3%), Suecia (3%) y Dinamarca (2%). La proporción de servicios exportados a «otros Estados miembros de la UE» es del 5% (véase gráfico 2).

Al comparar la distribución geográfica de las exportaciones de bienes con la de las exportaciones de servicios de la zona del euro, se observa que estas últimas presentan una concentración mayor que las primeras, ya que la proporción que corresponde a los tres socios comerciales más importantes es mucho mayor (56%, frente a 39%). La participación de los «otros Estados miembros de la UE» en las exportaciones de bienes de la zona del euro (11%) es mucho mayor que la correspondiente participación en las exportaciones de servicios (5%).

Por lo que se refiere a la columna de pagos de la balanza de bienes, el Reino Unido representa el 14% de las importaciones totales de bienes, se-

**Gráfico 1 Desagregación geográfica del comercio de bienes de la zona del euro**

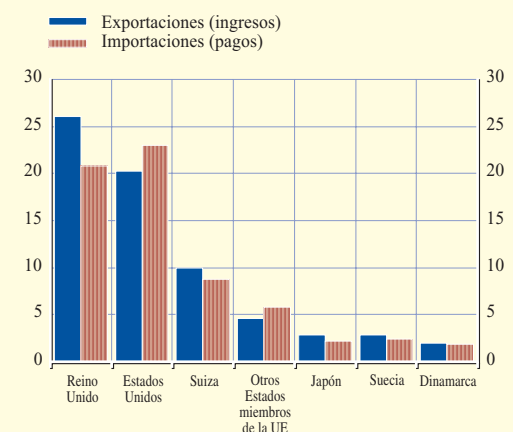
(porcentaje de las transacciones totales acumuladas entre IV 2003 y III 2004)



Fuente: BCE.

**Gráfico 2 Desagregación geográfica del comercio de servicios de la zona del euro**

(porcentaje de las transacciones totales acumuladas entre IV 2003 y III 2004)



Fuente: BCE.



guido muy de cerca por Estados Unidos con un 11%. Suiza y Japón representan, cada uno, el 5% del total, mientras que a Suecia y Dinamarca les corresponde un 4% y un 2%, respectivamente. Como grupo, los «otros Estados miembros de la UE» tienen una ponderación similar a la que registran en las exportaciones de bienes (alrededor del 10%). Sin embargo, la categoría «otros países» concentra una proporción mayor de bienes importados por la zona del euro que de bienes exportados. Esta diferencia guarda relación, en parte, con la importancia de los productos petrolíferos en las importaciones totales de bienes.

Sin embargo, en el caso de las importaciones de servicios, Estados Unidos aparece como principal proveedor de la zona del euro con un 23%, seguido por el Reino Unido y Suiza, que ostentan porcentajes del 21% y el 9%, respectivamente. Como en el caso de las exportaciones, las importaciones de servicios presentan una concentración geográfica mayor que las importaciones de bienes. Los tres socios comerciales más importantes —Reino Unido, Suiza y Estados Unidos— representan en conjunto el 54% de las importaciones totales de servicios de la zona del euro, frente al 25% de sus importaciones totales de bienes. Por último, la participación de los «otros Estados miembros de la UE» en las importaciones de servicios de la zona del euro es menor que la correspondiente participación en las importaciones de bienes (6%, frente a 10%).

#### CUENTA FINANCIERA

Tomando como base los flujos acumulados entre el cuarto trimestre del 2003 y el tercer trimestre del 2004, la zona del euro registró salidas netas de inversión directa extranjera (IDE) frente a casi todos los socios comerciales considerados, tanto países como grupos de contraparte, con las notables excepciones de Suiza y Estados Unidos (véase cuadro 3). Las actividades transfronterizas totales de la zona del euro durante ese período fueron de una magnitud relativamente pequeña<sup>6</sup>, en consonancia con la desaceleración de los flujos internacionales en todas las regiones del mundo en el año 2003. Esta situación podría guardar relación con una mayor aversión al riesgo y una consolidación de las posiciones de inversión por parte de los inversores internacionales tras el estallido de la burbuja de las

cotizaciones de los valores tecnológicos en los años 2001 y 2002, así como con un aumento de los riesgos geopolíticos en el primer semestre del 2003. En términos de activos y pasivos, el Reino Unido y los centros financieros extraterritoriales fueron los principales destinatarios o canales de la IDE de la zona del euro, mientras que dichos centros, Suiza y Estados Unidos fueron los inversores más destacados en la zona.

Como se indicó anteriormente, en el caso de las inversiones de cartera solo se dispone de desagregación geográfica para los activos. Al examinar dicha desagregación se observa que las inversiones de cartera en el exterior se dirigieron, principalmente, hacia el Reino Unido y Estados Unidos, sobre todo en forma de inversión en bonos y obligaciones. Los inversores de la zona del euro también fueron grandes compradores netos de valores de renta variable japoneses, especialmente teniendo en cuenta el nivel relativamente bajo de sus tenencias de estos valores, como se refleja en la p.i.i. (véase cuadro 3). El fortalecimiento de la economía japonesa y las expectativas de los mercados respecto a un aumento de la rentabilidad de las empresas en Japón podrían haber contribuido a la evolución observada durante este período.

Por lo que respecta a otras inversiones, la desagregación geográfica indica que, durante el período de referencia, se produjeron grandes entradas netas provenientes de Estados Unidos y grandes salidas netas hacia el Reino Unido y los centros financieros extraterritoriales.

#### 4 DESAGREGACIÓN GEOGRÁFICA DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

##### INVERSIÓN DIRECTA EXTRANJERA

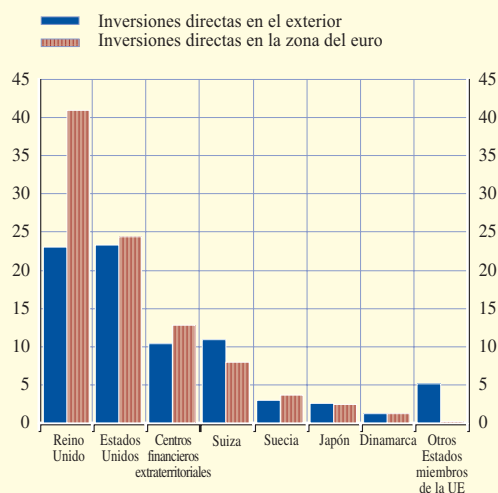
Al final del 2003, el saldo vivo de las tenencias de IDE de la zona del euro ascendía a 2,1 billones de euros, de los cuales el 56% estaba invertido en el Reino

6 Entre el cuarto trimestre del 2003 y el tercer trimestre del 2004, las salidas de IDE de la zona del euro ascendieron a 100,2 mm de euros, mientras que las entradas se cifraron en 60,2 mm. Ello representa un descenso en la actividad en comparación con los cuatro trimestres anteriores, en los que los flujos ascendieron a 156,5 mm y 172,2 mm de euros, respectivamente



**Gráfico 3 Desagregación geográfica de las inversiones directas de la zona del euro**

(porcentaje de los saldos vivos totales al final del 2003)



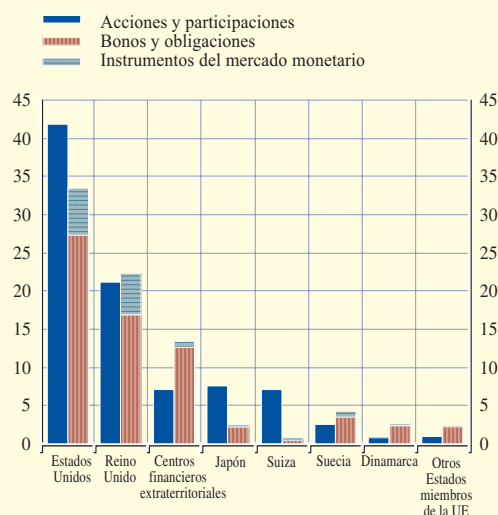
Fuente: BCE.

Unido, Suiza y Estados Unidos (véase cuadro 3). Reino Unido y Estados Unidos atrajeron, cada uno, casi una cuarta parte del total de IDE de la zona, seguidos de Suiza y los «otros Estados miembros de la UE» (véase gráfico 3). Los elevados niveles de inversión directa en el Reino Unido y Estados Unidos tienen relación con el auge de la tecnología y el alza de las cotizaciones bursátiles durante la década de los años noventa, que estimularon una notable actividad de fusiones y adquisiciones de alcance internacional con estos dos países<sup>7</sup>. La IDE de la zona del euro en «otros Estados miembros de la UE» se vio alentada en esa década por las privatizaciones, la liberalización económica, la desregulación y las perspectivas de ingreso en la UE. Los bajos costes salariales y la intención de las empresas de crear una posición estratégica en estos nuevos mercados fueron, además, incentivos importantes que atrajeron la IDE de la zona del euro en esos países.

Por lo que respecta a los pasivos, el saldo vivo de tenencias de IDE en la zona del euro era de 2 billones de euros al final del 2003, de los cuales el 73%

**Gráfico 4 Desagregación geográfica de los activos de inversiones de cartera de la zona del euro**

(porcentaje de los saldos vivos totales al final del 2003)



Fuente: BCE.

tenía su origen en el Reino Unido, Suiza y Estados Unidos. El Reino Unido era la fuente de procedencia del 41% del total de IDE en la zona del euro, seguido de Estados Unidos, Suiza y Suecia (véase gráfico 3). La proximidad geográfica, los lazos comerciales establecidos, el mayor desarrollo del mercado único y, quizás, la creación de la UEM son algunos de los principales factores que suelen considerarse como determinantes de las fuertes inversiones directas del Reino Unido en la zona del euro.

Los centros financieros extraterritoriales atrajeron 219 mm de euros e invirtieron 259 mm de euros en la zona del euro. La importancia de estos centros probablemente guarde relación con el gran número de entidades de propósito especial que son *holdings*

<sup>7</sup> Véase «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages» de Anderton, R. F. di Mauro y F. Moneta, abril del 2004, Documento Ocasional del BCE n.º 12, y «On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework» de De Santis, R. A., R. Anderton y A. Hijzen, abril del 2004, Documento de Trabajo del BCE n.º 329.

financieros o actúan como emisores de valores distintos de acciones y canalizan la financiación a diversas filiales.

### INVERSIONES DE CARTERA

El saldo vivo de tenencias de inversiones de cartera de la zona del euro al final del 2003 era de 2,6 billones de euros, de los cuales el 63% estaba invertido en el Reino Unido, Japón y Estados Unidos (véase cuadro 3). Estados Unidos y el Reino Unido atrajeron, respectivamente, más de un tercio y de un quinto del total de inversiones de cartera de la zona del euro.

La desagregación de las inversiones de cartera por tipos de valores indica que el Reino Unido y Estados Unidos fueron los principales receptores de inversiones de la zona del euro en el exterior, tanto de acciones y participaciones como de bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario (véase el gráfico 4). Algo más del 5% de las inversiones de la zona del euro en acciones y participaciones correspondían a tenencias frente a Japón, Suiza y centros financieros extraterritoriales, mientras que el 13,5% de los valores distintos de acciones correspondían a tenencias frente a centros de este tipo.

La considerable magnitud de las inversiones de cartera en el Reino Unido y Estados Unidos refleja la importancia económica de estos dos países. Por el contrario, el volumen relativamente grande de inversiones de cartera frente a los centros financieros extraterritoriales probablemente guarda relación con los bajos tipos impositivos correspondientes a la emisión de valores de cartera. Otro aspecto interesante es que las tenencias de valores suizos en poder de la zona del euro ascienden a 76 mm de euros, mientras que las de valores distintos de acciones se cifran en sólo 9 mm de euros, lo que refleja el papel relativamente importante que desempeña el mercado de renta variable suizo para las empresas de su país.

### OTRAS INVERSIONES

Al final del 2003, el saldo vivo de tenencias de «otras inversiones» (principalmente posiciones frente a bancos no residentes) en poder de la zona del euro ascendía a 2,6 billones de euros, de los cuales el 41% correspondía a posiciones frente al Reino Unido y el 14% frente a Estados Unidos (véase cuadro 3). En cuanto a los pasivos, el saldo vivo de otras inversiones frente a la zona del euro (principalmente activos de bancos no residentes) se cifraba en 2,9 billones de euros al final del 2003, de los cuales el 36% tenía su origen en el Reino Unido y el 15% en Estados Unidos.



# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	<b>S30</b>
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	<b>S31</b>
4.3	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	<b>S33</b>
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	<b>S35</b>
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	<b>S37</b>
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	<b>S39</b>
4.7	Rendimientos de la deuda pública	<b>S40</b>
4.8	Índices bursátiles	<b>S41</b>

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

5.1	IAPC, otros precios y costes	<b>S42</b>
5.2	Producto y demanda	<b>S45</b>
5.3	Mercado de trabajo	<b>S49</b>

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

<b>6</b>	<b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	<b>S50</b>
6.2	Deuda	<b>S51</b>
6.3	Variaciones de la deuda	<b>S52</b>
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit datos trimestrales	<b>S53</b>
<b>7</b>	<b>OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR</b>	
7.1	Balanza de pagos	<b>S54</b>
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	<b>S59</b>
7.3	Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional	<b>S60</b>
7.4	Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)	<b>S62</b>
7.5	Comercio exterior de bienes	<b>S64</b>
<b>8</b>	<b>TIPOS DE CAMBIO</b>	
8.1	Tipos de cambio efectivo	<b>S66</b>
8.2	Tipos de cambio bilaterales	<b>S67</b>
<b>9</b>	<b>EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO</b>	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	<b>S68</b>
9.2	En Estados Unidos y Japón	<b>S69</b>
	<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>	<b>S71</b>
	<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	<b>S73</b>
	<b>NOTAS GENERALES</b>	<b>S77</b>

#### NOVEDADES

A partir de ahora, en las secciones 4.2 y 4.3 figurará una desagregación de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. Los cuadros que aparecen en estas secciones se han reorganizado para incorporar esta información.

En la nueva sección 7.3 del presente Boletín se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos trimestral y de la posición de inversión internacional de la zona del euro al final del año. Los demás cuadros del capítulo 7 se han reorganizado para incorporar esta información.

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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





# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	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	20,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	.	2,11	4,14
2004 I	11,0	7,2	6,4	-	5,4	15,8	2,06	4,15
II	10,2	6,0	5,3	-	5,6	10,7	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	9,9	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,0	-	6,8	.	2,16	3,84
2004 Ago	9,2	5,7	5,5	5,7	6,1	9,6	2,11	4,17
Sep	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,6	2,12	4,11
Oct	9,0	6,3	5,8	5,9	6,7	8,3	2,15	3,98
Nov	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,3	2,17	3,87
Dic	8,4	6,5	6,4	.	7,0	.	2,17	3,69
2005 Ene	.	.	.	.	.	.	2,15	3,63

### 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	2,1	2,3	.	.	.	81,4	.	8,9
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	81,2	0,3	8,8
III	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	81,8	0,4	8,9
IV	2,3	3,8	.	.	.	82,0	.	8,8
2004 Ago	2,3	3,1	-	-	2,0	-	-	8,9
Sep	2,1	3,3	-	-	3,5	-	-	8,9
Oct	2,4	4,0	-	-	1,1	82,0	-	8,8
Nov	2,2	3,7	-	-	0,2	-	-	8,8
Dic	2,4	3,6	-	-	.	-	-	8,9
2005 Ene	.	.	-	-	.	82,0	-	.

### 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 <sup>3)</sup> (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)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	.	.	.	.	279,6	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	9,9	31,5	-12,9	21,7	301,4	102,1	104,1	1,2046
III	14,0	24,6	5,3	3,6	298,2	102,8	104,9	1,2220
IV	.	.	.	.	279,6	105,7	107,8	1,2977
2004 Ago	5,4	5,8	7,3	1,1	301,7	102,7	104,8	1,2176
Sep	2,6	5,0	2,5	43,9	298,2	103,0	105,2	1,2218
Oct	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
Nov	4,2	6,1	-0,1	-10,5	291,6	105,6	107,6	1,2991
Dic	.	.	.	.	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Ene	.	.	.	.	.	105,8	108,1	1,3119

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

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

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



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

#### 1. Activo

	2005 7 Ene	2005 14 Ene	2005 21 Ene	2005 28 Ene
<b>Oro y derechos en oro</b>	125.713	125.670	125.609	125.558
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	156.471	156.144	154.701	154.402
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	16.391	17.161	17.097	17.615
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	7.356	7.143	7.293	6.698
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	334.015	340.033	354.530	353.005
Operaciones principales de financiación	259.000	265.001	279.499	272.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.000	75.000	75.000	79.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	12	27	27	4
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	5	4	3
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.180	3.431	3.511	3.553
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	70.522	70.980	71.841	72.601
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	41.317	41.317	41.319	41.319
<b>Otros activos</b>	118.672	119.167	120.267	120.031
<b>Total activo</b>	<b>873.637</b>	<b>881.046</b>	<b>896.168</b>	<b>894.782</b>

#### 2. Pasivo

	2005 7 Ene	2005 14 Ene	2005 21 Ene	2005 28 Ene
<b>Billetes en circulación</b>	497.170	490.989	486.871	486.121
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	132.473	143.691	141.096	139.686
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	132.394	143.648	141.048	139.610
Facilidad de depósito	79	43	43	46
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	30
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	126	148	132	125
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	45.280	46.442	70.117	69.813
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	7.965	8.126	8.308	8.321
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	223	227	259	203
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	11.461	12.591	10.122	11.337
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.573	5.573	5.573	5.573
<b>Otros pasivos</b>	50.420	50.312	51.024	50.936
<b>Cuentas de revalorización</b>	64.842	64.842	64.842	64.842
<b>Capital y reservas</b>	58.104	58.105	57.824	57.825
<b>Total pasivo</b>	<b>873.637</b>	<b>881.046</b>	<b>896.168</b>	<b>894.782</b>

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Operaciones principales de financiación</b>							
2004 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	358.101	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	329.144	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
19	362.771	364	279.500	2,00	2,06	2,07	7
26	368.794	358	273.000	2,00	2,06	2,07	7
2 Feb	332.198	329	277.500	2,00	2,06	2,06	6
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>							
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
2005 27 Ene	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5 Ene <sup>5)</sup>	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
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
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	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 <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
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	
Nov	12.371,7	6.535,7	452,7	1.551,1	946,6	2.885,6	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
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	139,1	0,7	0,0	2,07
7 Feb	139,3	.	.	.	.

**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
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
III	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
2004 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
2005 18 Ene	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2

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 <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
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	1.206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
Dic <sup>(p)</sup>	1.197,3	546,6	21,5	0,6	524,4	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,5	14,2	176,0
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
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	19.800,7	12.114,5	819,1	7.101,8	4.193,6	2.947,4	1.245,9	425,7	1.275,8	67,3	895,1	2.566,6	161,8	1.048,1
2004 I	20.395,4	12.217,9	823,3	7.170,1	4.224,5	3.081,5	1.305,7	431,7	1.344,2	78,0	926,4	2.832,2	160,0	1.099,5
II	20.757,1	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	1.110,3
2004 Jul	20.854,9	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	1.097,4
Ago	20.869,4	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	1.108,3
Sep	20.984,0	12.569,7	812,2	7.401,3	4.356,2	3.184,0	1.351,0	444,7	1.388,3	77,5	920,6	2.902,6	161,0	1.168,6
Oct	21.158,6	12.679,4	812,2	7.447,4	4.419,8	3.205,1	1.348,7	447,5	1.408,9	77,9	925,0	2.908,8	161,7	1.200,7
Nov	21.345,9	12.717,4	808,2	7.510,7	4.398,5	3.221,9	1.351,4	453,5	1.417,1	78,3	944,7	2.973,7	161,2	1.248,6
Dic <sup>(p)</sup>	21.358,3	12.825,5	814,4	7.549,6	4.461,5	3.190,8	1.301,5	462,7	1.426,6	72,5	946,3	2.936,9	160,3	1.225,9

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
Dic <sup>(p)</sup>	1.197,3	517,3	346,7	24,7	15,0	306,9	-	0,5	137,9	27,2	167,7
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
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	19.800,7	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 I	20.395,4	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,7
II	20.757,1	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.369,3	1.177,6	2.871,5	1.564,9
2004 Jul	20.854,9	0,0	11.158,1	143,0	6.422,1	4.592,9	691,5	3.401,6	1.181,5	2.874,7	1.547,5
Ago	20.869,4	0,0	11.113,1	134,8	6.401,4	4.576,8	701,3	3.417,8	1.182,2	2.880,7	1.574,4
Sep	20.984,0	0,0	11.174,2	146,3	6.441,4	4.586,5	687,0	3.446,6	1.187,2	2.839,2	1.649,8
Oct	21.158,6	0,0	11.291,2	133,4	6.491,6	4.666,2	695,0	3.476,3	1.191,2	2.824,8	1.680,1
Nov	21.345,9	0,0	11.318,8	129,8	6.527,8	4.661,2	691,8	3.487,5	1.208,8	2.882,1	1.756,9
Dic <sup>(p)</sup>	21.358,3	0,0	11.477,2	137,9	6.636,9	4.702,4	676,3	3.502,8	1.206,6	2.812,2	1.683,3

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
<b>Saldos vivos</b>											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.555,3	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,4	1.367,4	427,0	623,8	2.884,5	174,1	1.134,3
2004 I	15.063,8	8.016,8	846,0	7.170,8	1.867,7	1.434,5	433,2	649,4	3.152,9	173,9	1.203,1
II	15.331,2	8.160,9	840,5	7.320,4	1.931,6	1.485,2	446,3	662,9	3.181,1	173,8	1.221,0
2004 Jul	15.354,5	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	653,3	3.183,3	174,7	1.209,9
Ago	15.385,1	8.189,6	841,5	7.348,1	1.932,6	1.484,6	448,0	643,3	3.223,4	174,6	1.221,6
Sep	15.486,9	8.236,4	834,5	7.401,9	1.932,7	1.486,2	446,6	643,1	3.211,8	175,2	1.287,7
Oct	15.578,8	8.282,5	834,5	7.448,0	1.935,2	1.486,0	449,2	647,0	3.216,3	175,9	1.322,0
Nov	15.775,6	8.341,8	830,4	7.511,3	1.947,9	1.493,1	454,8	660,2	3.279,2	175,5	1.371,1
Dic <sup>(p)</sup>	15.715,2	8.386,2	835,9	7.550,2	1.905,9	1.441,5	464,4	666,9	3.228,5	174,5	1.353,2
<b>Operaciones</b>											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,3	-1,3	-20,1
2003	770,2	385,7	13,6	372,1	171,6	117,7	53,9	19,4	223,9	-3,6	-26,9
2004 I	428,8	84,6	5,8	78,8	56,7	53,5	3,2	24,6	212,5	-0,4	50,9
II	269,5	150,2	-7,1	157,3	65,2	51,0	14,2	8,4	32,8	1,6	11,4
2004 Jul	11,2	43,2	6,4	36,8	-5,0	-4,4	-0,6	-8,5	-7,7	0,9	-11,7
Ago	37,3	-8,7	-5,3	-3,4	-0,4	0,0	-0,4	-9,7	45,6	0,0	10,4
Sep	142,2	53,3	-6,8	60,1	1,8	3,1	-1,3	-1,4	22,4	0,6	65,5
Oct	118,8	49,6	0,2	49,5	1,9	-0,9	2,8	2,9	30,5	0,7	33,2
Nov	243,6	65,3	-3,9	69,1	12,5	6,8	5,7	12,2	106,3	-0,4	47,8
Dic <sup>(p)</sup>	4,9	55,4	5,2	50,2	-39,4	-51,0	11,7	5,0	-12,3	0,3	-4,2

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
<b>Saldos vivos</b>										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,1	1.550,9	10,8
2003	14.555,3	397,9	153,6	6.294,4	581,4	1.875,3	1.010,7	2.635,1	1.597,8	9,1
2004 I	15.063,8	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.947,9	1.025,8	2.857,4	1.699,1	21,5
II	15.331,2	423,0	223,7	6.426,9	609,2	1.996,9	1.024,1	2.895,0	1.716,0	16,4
2004 Jul	15.354,5	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.014,2	1.031,6	2.898,9	1.700,3	19,9
Ago	15.385,1	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,3	2.904,1	1.729,8	21,2
Sep	15.486,9	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.046,3	1.044,7	2.862,9	1.808,6	15,2
Oct	15.578,8	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.055,2	1.047,0	2.849,0	1.843,2	15,8
Nov	15.775,6	448,7	182,8	6.545,7	613,4	2.057,4	1.055,8	2.907,0	1.921,2	43,4
Dic <sup>(p)</sup>	15.715,2	468,5	162,6	6.652,0	603,8	2.063,7	1.050,8	2.839,4	1.851,0	23,5
<b>Operaciones</b>										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	105,3	39,7	75,9	-92,3	86,5
2003	770,2	79,0	12,9	315,8	57,5	130,8	39,0	130,3	-55,7	60,6
2004 I	428,8	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,9	115,9	-10,9
II	269,5	23,4	39,4	102,4	2,3	48,8	9,2	32,3	13,8	-2,1
2004 Jul	11,2	13,3	-22,2	10,8	3,9	12,7	6,6	-6,8	-8,5	1,4
Ago	37,3	-2,8	-8,5	-19,3	11,0	11,4	2,5	15,5	21,3	6,3
Sep	142,2	4,6	11,1	44,2	-13,3	30,4	10,0	-12,3	67,1	0,3
Oct	118,8	6,4	-6,7	55,2	7,4	13,8	1,0	10,9	23,7	7,2
Nov	243,6	4,4	-14,6	41,2	-3,1	11,4	6,1	96,8	63,9	37,7
Dic <sup>(p)</sup>	4,9	19,8	-20,2	111,1	-9,2	14,5	1,0	-39,7	-58,3	-14,1

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

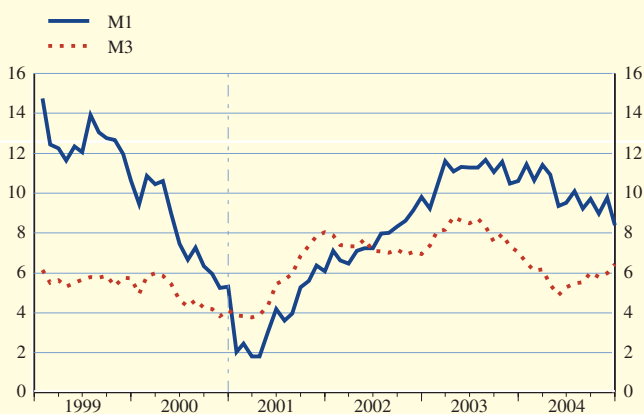
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		11
									9	10	
<b>Saldos vivos</b>											
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	188,4
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	907,9	6.143,7	-	4.143,6	2.225,6	8.156,0	7.100,9	226,9
2004 I	2.769,2	2.552,2	5.321,4	901,0	6.222,4	-	4.242,0	2.263,5	8.239,1	7.165,0	311,8
II	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.308,9	2.311,5	8.400,5	7.293,2	284,9
2004 Jul	2.831,9	2.592,8	5.424,8	932,5	6.357,2	-	4.343,7	2.329,2	8.456,4	7.348,8	288,2
Ago	2.837,6	2.604,1	5.441,7	940,2	6.381,9	-	4.370,1	2.340,9	8.473,2	7.371,1	316,4
Sep	2.868,9	2.621,1	5.490,0	935,8	6.425,7	-	4.396,9	2.330,0	8.520,6	7.415,2	338,9
Oct	2.881,6	2.642,6	5.524,2	940,3	6.464,5	-	4.417,8	2.331,9	8.574,4	7.465,0	349,5
Nov	2.907,3	2.637,7	5.544,9	940,0	6.484,9	-	4.444,9	2.322,0	8.643,5	7.518,0	348,8
Dic <sup>(p)</sup>	2.894,0	2.671,2	5.565,2	963,3	6.528,5	-	4.459,5	2.295,4	8.684,3	7.548,7	368,7
<b>Operaciones</b>											
2002	217,3	89,3	306,5	68,0	374,5	-	189,1	35,1	347,2	311,9	172,3
2003	258,1	114,6	372,7	32,5	405,2	-	237,5	133,6	445,9	372,9	95,3
2004 I	92,3	-13,3	79,1	-1,8	77,2	-	76,4	25,7	89,6	74,5	76,4
II	20,6	31,8	52,4	22,5	74,9	-	76,6	46,6	165,0	136,0	-17,0
2004 Jul	41,6	10,1	51,8	5,9	57,6	-	29,2	16,7	55,1	56,3	4,3
Ago	6,1	11,7	17,8	7,5	25,3	-	25,2	8,9	22,0	27,2	23,3
Sep	33,0	18,9	51,8	-4,9	46,9	-	40,5	-9,1	52,7	50,5	27,7
Oct	13,9	23,0	36,9	3,9	40,7	-	25,5	1,4	56,2	53,1	11,8
Nov	28,5	-2,5	25,9	-0,1	25,8	-	33,8	-10,0	74,0	58,8	3,9
Dic <sup>(p)</sup>	-11,7	35,3	23,6	23,7	47,3	-	30,4	-26,4	52,4	42,0	30,5
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	172,3
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,3
2004 Mar	11,4	2,1	6,7	3,0	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	93,7
Jun	9,5	1,7	5,6	3,4	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,5
2004 Jul	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	38,7
Ago	9,2	2,0	5,7	4,9	5,5	5,7	7,5	6,6	6,0	6,1	102,3
Sep	9,7	2,7	6,3	4,6	6,0	5,8	7,9	5,3	6,3	6,5	124,0
Oct	9,0	3,6	6,3	2,8	5,8	5,9	7,8	4,3	6,5	6,7	131,7
Nov	9,8	3,2	6,5	2,9	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	123,6
Dic <sup>(p)</sup>	8,4	4,5	6,5	6,3	6,4	.	8,1	2,4	7,0	7,0	160,8

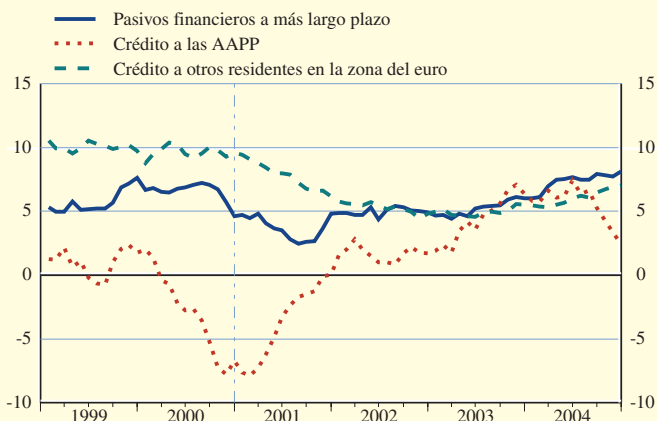
### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

### 2.3 Estadísticas monetarias

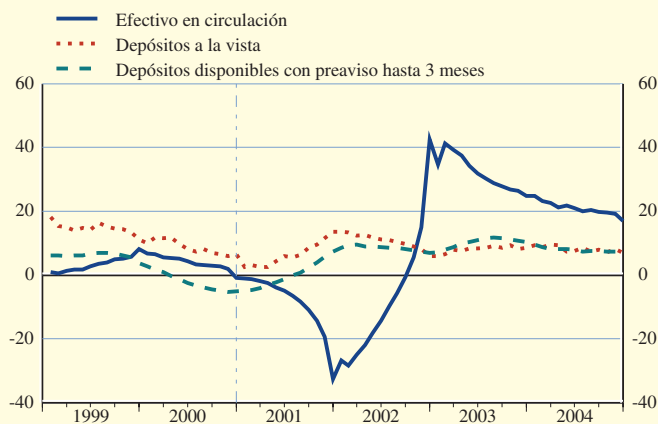
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
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	597,1	88,5	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	597,0	89,6	1.857,1	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	1.020,6
2004 Jul	425,2	2.406,7	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.306,8	1.030,4
Ago	433,2	2.404,4	996,3	1.607,8	227,8	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,3
Sep	439,9	2.429,0	1.002,6	1.618,5	225,2	615,6	95,0	1.948,9	88,4	1.318,8	1.040,8
Oct	446,3	2.435,2	1.020,2	1.622,4	224,5	622,7	93,1	1.955,4	89,4	1.327,8	1.045,3
Nov	453,3	2.453,9	1.006,8	1.630,9	225,3	617,3	97,5	1.951,7	89,7	1.342,9	1.060,5
Dic <sup>(p)</sup>	453,4	2.440,6	1.037,6	1.633,5	243,2	619,4	100,7	1.966,9	89,5	1.354,6	1.048,5
<b>Operaciones</b>											
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	58,9	-17,5	149,3	-13,2	62,7	38,7
2004 I	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,0	1,2	4,0	51,7	-0,5	14,4	10,8
II	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,4	10,1	6,9	41,8	-1,0	30,7	5,1
2004 Jul	4,7	36,9	2,3	7,8	8,4	-0,3	-2,2	11,9	0,3	8,2	8,8
Ago	8,0	-1,9	-1,6	13,3	-0,8	7,3	1,0	16,8	-0,1	5,6	2,8
Sep	6,6	26,3	8,0	10,8	-2,6	-1,7	-0,6	26,7	-0,9	7,8	6,9
Oct	6,5	7,4	19,0	3,9	-0,6	6,9	-2,4	11,9	1,0	9,3	3,2
Nov	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,8	-4,9	3,9	5,9	0,3	15,1	12,5
Dic <sup>(p)</sup>	0,1	-11,8	32,5	2,8	18,0	2,5	3,2	23,5	-0,2	13,2	-6,1
<b>Tasas de crecimiento</b>											
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	11,3	-17,4	8,9	-12,7	5,3	3,9
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-9,3	10,5	-9,9	5,4	4,5
Jun	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,6	-0,5	10,4	-7,1	7,0	5,1
2004 Jul	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	1,7	10,0	-4,9	7,1	4,7
Ago	20,3	7,4	-5,7	7,5	4,5	5,0	4,8	10,3	-3,3	7,0	4,1
Sep	19,9	8,1	-4,3	7,6	3,2	4,2	10,9	10,9	-3,0	7,2	4,4
Oct	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-4,8	10,5	-2,1	7,4	4,3
Nov	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	-1,0	9,9	-1,4	7,9	4,5
Dic <sup>(p)</sup>	17,0	6,9	0,4	7,3	9,8	3,5	15,8	10,6	-1,2	8,3	4,4

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

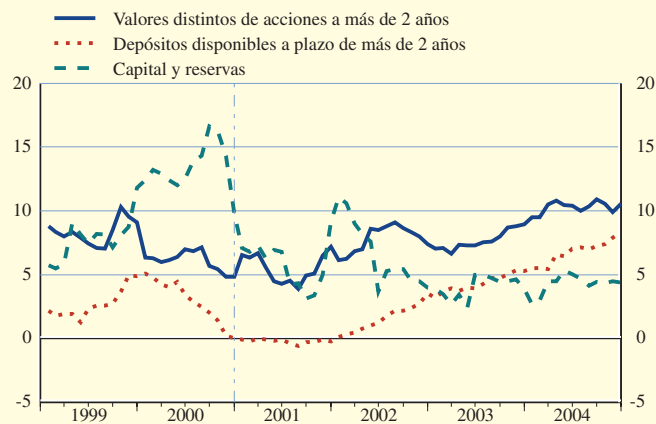
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

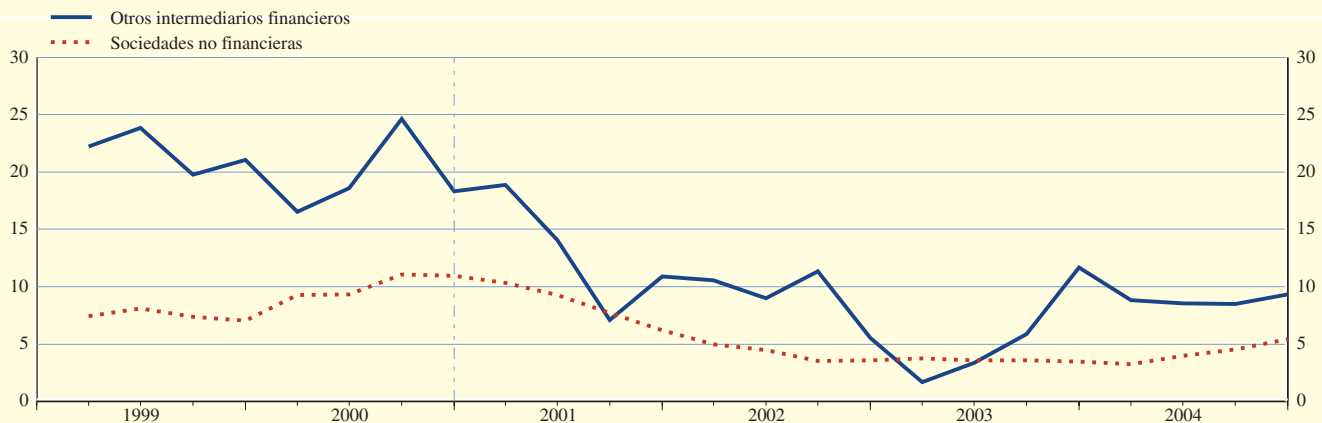
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
<b>Saldos vivos</b>								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	3.034,2	958,7	527,0	1.548,5
2004 I	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,1	526,2	1.574,0
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	52,5	37,6	508,3	301,2	3.104,2	952,5	545,9	1.605,8
Oct	54,8	39,1	511,9	305,2	3.123,1	961,1	546,8	1.615,2
Nov	54,0	37,8	534,6	328,5	3.142,7	975,3	549,1	1.618,3
Dic <sup>(p)</sup>	48,7	30,8	542,1	334,2	3.154,5	974,5	548,0	1.632,0
<b>Operaciones</b>								
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	-1,3	-1,4	19,2	15,0	12,4	7,1	1,5	3,9
Oct	2,4	1,6	5,2	4,6	20,3	9,2	1,3	9,8
Nov	-0,7	-1,3	24,0	24,4	23,3	15,3	2,8	5,2
Dic <sup>(p)</sup>	-5,2	-6,9	9,1	5,3	20,7	-1,3	2,7	19,2
<b>Tasas de crecimiento</b>								
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	5,5	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	17,5	31,5	8,5	5,6	4,5	-0,5	6,1	7,2
Oct	9,4	14,7	9,3	7,5	5,1	1,5	5,6	7,2
Nov	10,0	14,0	10,1	8,6	5,2	2,6	5,5	6,7
Dic <sup>(p)</sup>	37,1	39,1	9,3	8,7	5,4	2,5	6,1	7,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

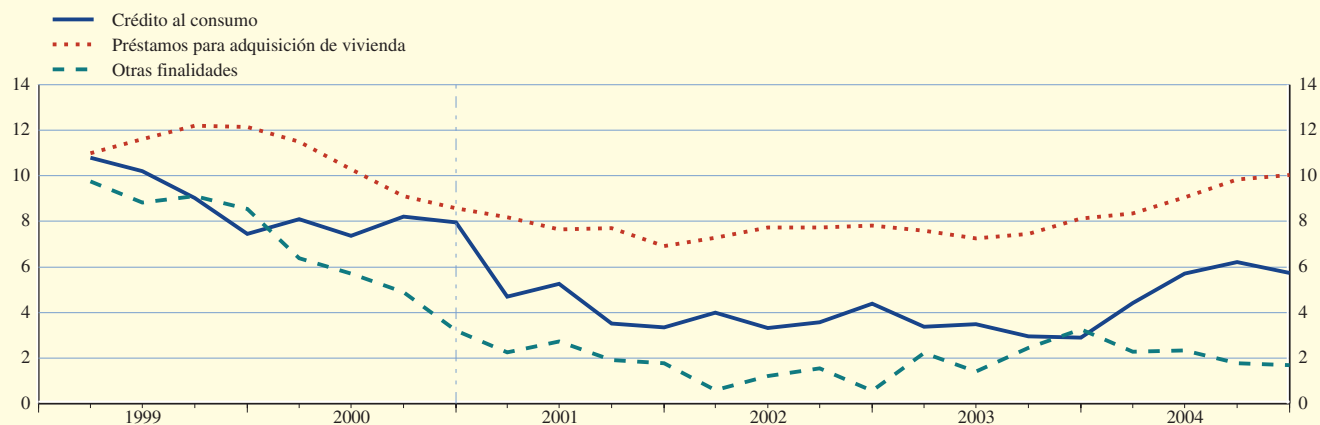
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	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
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	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,2	14,9	65,8	2.453,4	694,5	144,6	99,0	451,0
Oct	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,6	15,5	66,5	2.471,6	694,7	143,6	99,6	451,4
Nov	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.572,0	15,3	65,7	2.491,1	697,5	146,5	99,4	451,6
Dic <sup>(p)</sup>	3.804,3	513,5	117,2	190,9	205,4	2.592,4	15,5	65,8	2.511,1	698,5	144,6	99,7	454,2
Operaciones													
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	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
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	29,8	2,4	0,7	0,3	1,4	26,2	0,2	0,4	25,6	1,3	2,4	-0,2	-1,0
Oct	21,6	1,7	-0,3	0,7	1,2	19,9	0,5	0,3	19,1	0,0	-0,9	0,9	0,0
Nov	22,5	0,8	-0,1	0,3	0,7	18,7	-0,4	-0,6	19,7	3,0	3,2	-0,2	-0,1
Dic <sup>(p)</sup>	25,7	4,3	2,8	1,3	0,1	21,6	0,3	0,2	21,1	-0,2	-1,1	0,4	0,5
Tasas de crecimiento													
2002 Dic	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	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
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	4,4	5,4	8,0	9,8	4,3	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
Oct	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,1	-0,2	10,2	2,0	1,0	1,1	2,6
Nov	7,9	6,5	7,1	4,5	8,0	10,0	6,2	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
Dic <sup>(p)</sup>	7,8	5,7	5,2	5,0	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,3	2,3

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

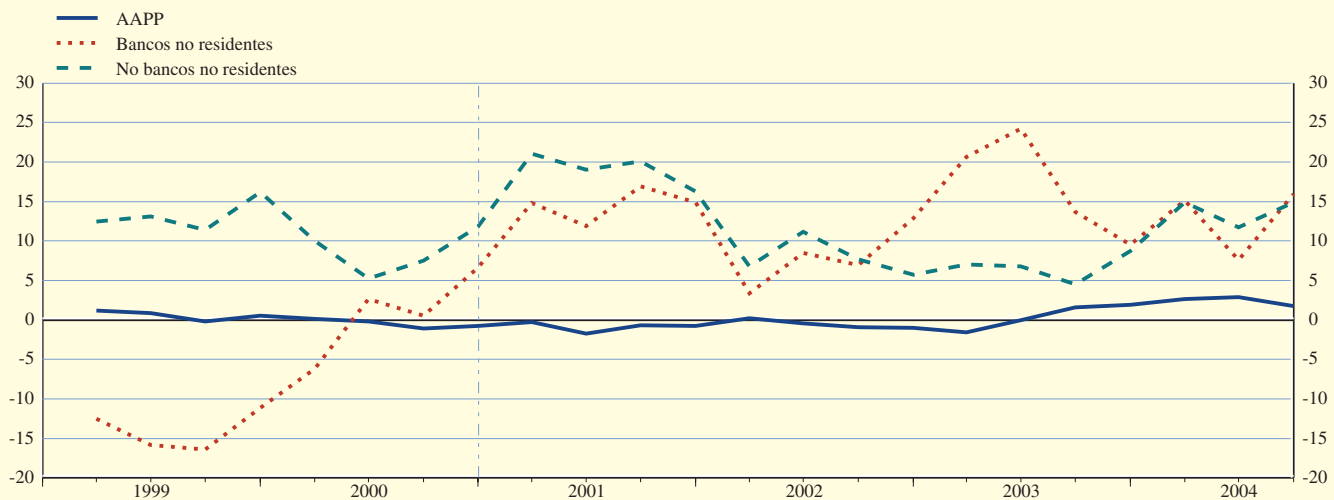
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
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 <sup>(p)</sup>	812,2	126,2	252,3	390,5	43,0	1.965,9	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	159,5	109,3	49,9	-4,9	54,7
2004 I	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,0	107,4	56,4	1,7	54,7
II	-6,7	-5,9	-8,5	2,8	4,8	5,3	11,1	-5,9	-0,5	-5,4
III <sup>(p)</sup>	-5,7	-3,3	-1,0	-0,9	-0,7	22,5	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	2,0	-4,0	4,2	54,4	8,9	7,6	11,7	2,9	12,8
Sep <sup>(p)</sup>	1,7	-1,7	-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 IFM<sup>1)</sup>

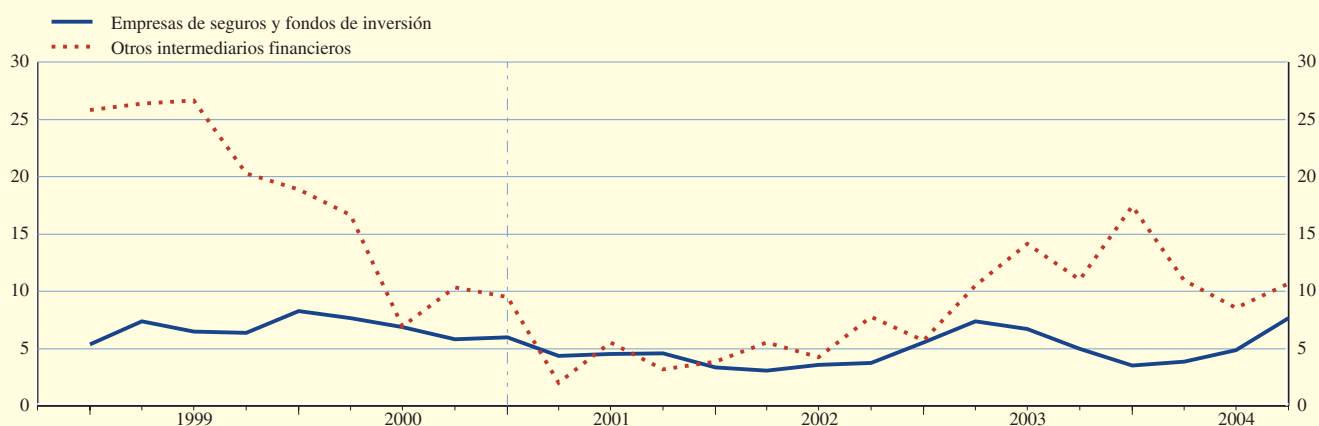
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,6	183,1	130,6	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 I	557,2	64,7	42,2	426,1	1,3	1,0	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	573,5	61,5	47,3	442,4	1,2	1,0	20,0	598,0	189,9	120,2	164,9	8,1	0,1	114,8
Oct	579,0	58,6	49,0	446,0	1,3	1,3	22,8	620,8	187,3	133,6	166,9	8,4	0,1	124,5
Nov	584,3	63,2	47,7	449,9	1,3	1,3	20,8	631,3	197,4	126,4	176,5	9,7	0,1	121,3
Dic <sup>(p)</sup>	582,3	59,1	51,5	449,0	1,2	1,3	20,3	633,3	182,8	138,8	183,0	10,0	0,1	118,6
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,7	0,3	0,4	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 I	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
II	7,3	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-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	7,0	7,9	0,5	1,0	-0,1	0,0	-2,3	8,4	14,0	-7,4	3,3	-0,1	0,0	-1,3
Oct	5,4	-2,9	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	23,8	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	9,8
Nov	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,1	0,0	-2,0	12,3	10,9	-6,7	10,0	1,3	0,0	-3,2
Dic <sup>(p)</sup>	-1,8	-4,0	3,9	-0,9	-0,1	0,0	-0,6	3,3	-14,1	12,8	6,7	0,5	0,0	-2,6
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,6	-	17,1
2004 Mar	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
Jun	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,5	44,5	-	20,5
2004 Jul	5,5	0,3	18,9	5,1	32,4	-45,2	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	-43,4	16,6	9,5	6,1	-5,9	25,9	67,2	-	11,3
Sep	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,5	7,4	-6,2	28,3	63,5	-	11,7
Oct	8,3	10,3	32,9	5,2	3,3	38,3	24,2	11,2	7,5	1,7	27,0	48,4	-	7,8
Nov	9,4	22,7	33,2	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,7	12,7	-4,2	29,0	73,7	-	4,9
Dic <sup>(p)</sup>	7,2	1,0	24,0	6,6	-8,2	-43,1	5,3	12,2	1,7	5,0	27,9	67,5	-	14,6

### C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

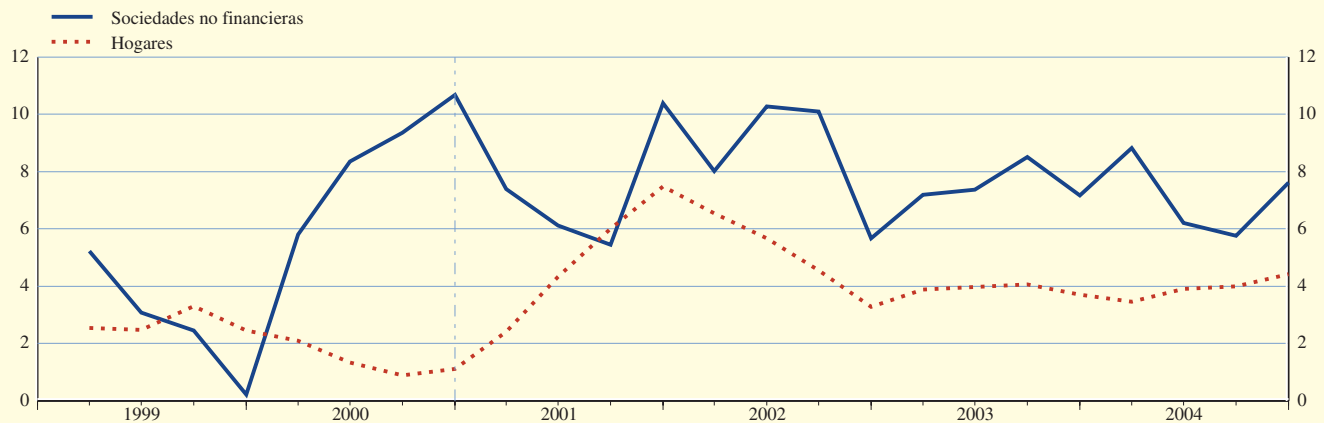
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos</b>														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,2	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 I	1.036,7	624,2	275,9	69,9	39,9	1,0	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	1.067,2	657,6	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4.060,8	1.363,2	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
Oct	1.071,7	648,6	283,9	69,7	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
Nov	1.077,9	660,5	279,7	69,8	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
Dic <sup>(p)</sup>	1.117,2	674,0	295,1	73,1	43,7	1,1	30,3	4.159,3	1.402,2	514,0	633,1	1.466,3	88,0	55,7
<b>Operaciones</b>														
2002	54,3	28,9	-	-29,8	10,2	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,5	40,9	53,5	-	-	0,0	-4,2	141,9	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 I	-14,5	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
II	21,2	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,6	-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	15,9	19,1	-0,6	0,1	0,4	0,0	-3,2	8,0	12,4	-3,3	-0,7	0,6	-0,3	-0,9
Oct	5,9	-8,3	14,7	-0,7	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-1,8	2,7	2,5	0,5	0,7
Nov	10,7	13,1	-3,3	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,6	1,1	3,0	0,8	0,0
Dic <sup>(p)</sup>	40,5	14,2	16,0	3,1	2,5	0,0	4,7	70,3	21,5	5,4	14,5	26,5	1,2	1,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	-3,5	-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	-3,9	-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	52,2	-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	54,9	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
Ago	6,1	10,9	-5,2	8,5	17,9	55,7	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
Sep	5,8	9,8	-2,7	7,2	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
Oct	5,7	8,7	-0,2	7,5	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
Nov	5,1	8,1	-1,3	4,8	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
Dic <sup>(p)</sup>	7,6	7,1	6,8	9,5	21,8	72,2	0,9	4,4	6,7	-5,4	5,3	6,1	-2,1	5,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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



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

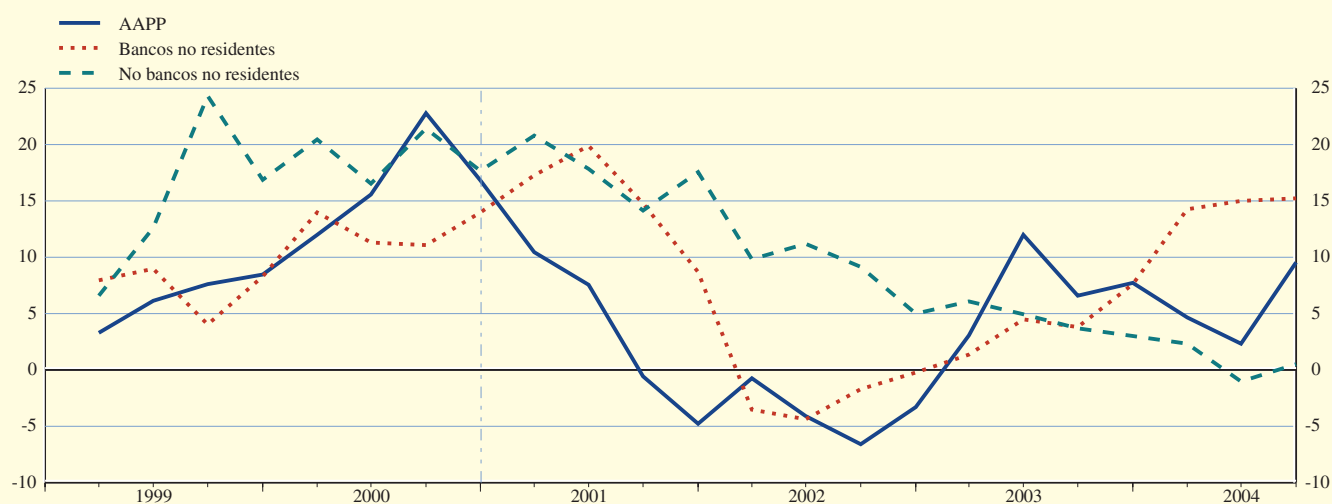
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
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 <sup>(p)</sup>	288,2	146,3	32,9	66,5	42,5	2.452,1	1.764,0	687,9	104,8	583,2
<b>Operaciones</b>										
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 <sup>(p)</sup>	-4,9	-10,3	2,3	2,1	1,1	6,9	-5,4	12,1	2,7	9,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>(p)</sup>	9,5	13,2	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.

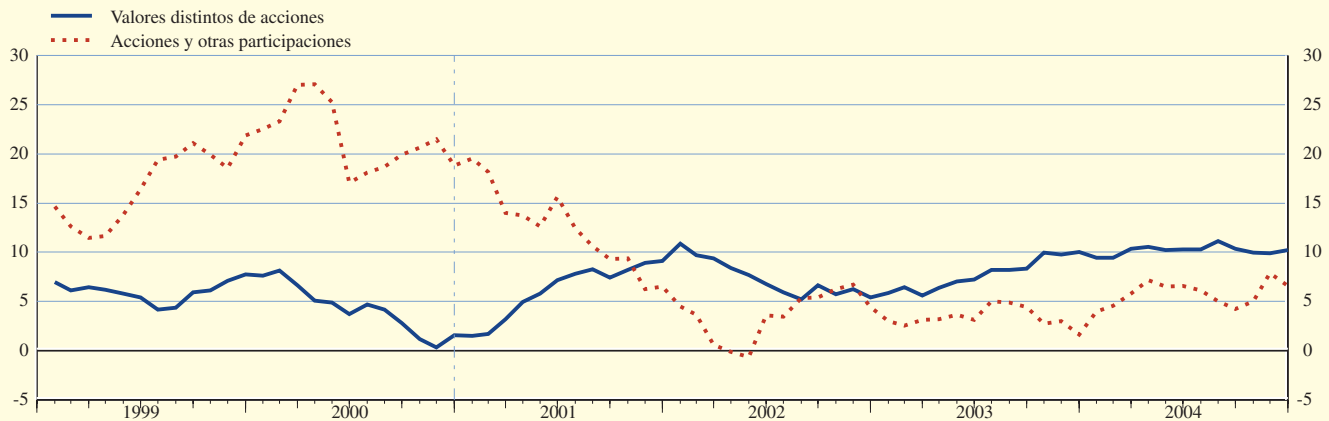
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,4	1.218,4	57,4	1.230,3	15,6	407,1	18,6	629,1	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 I	3.767,6	1.283,3	60,9	1.287,9	17,8	413,6	18,0	686,1	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	292,3	644,4	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	3.912,7	1.325,5	62,9	1.335,1	15,9	427,2	17,5	728,7	1.127,2	286,6	634,0	206,6
Oct	3.941,0	1.346,7	62,2	1.328,3	20,3	430,0	17,6	736,0	1.134,8	287,4	637,6	209,8
Nov	3.970,1	1.355,8	61,3	1.332,9	18,4	436,3	17,2	748,2	1.176,2	294,2	650,5	231,5
Dic <sup>(p)</sup>	3.935,4	1.366,3	60,3	1.285,9	15,5	446,5	16,2	744,6	1.160,2	289,2	657,1	213,9
<b>Operaciones</b>												
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	329,2	91,5	5,0	80,2	1,0	51,8	1,9	97,7	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 I	155,1	61,6	1,1	45,9	1,4	4,2	-1,2	42,2	44,7	6,1	24,6	14,0
II	90,3	15,1	1,9	44,9	0,0	13,7	0,1	14,7	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	-2,0	-8,6	9,4
Ago	19,7	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-1,2	-9,7	4,3
Sep	6,5	8,3	0,9	4,1	-0,5	-2,3	0,9	-5,0	-18,6	-4,7	-1,4	-12,4
Oct	35,6	20,9	0,2	-7,2	4,7	2,6	0,3	14,1	5,5	0,4	2,8	2,4
Nov	41,6	8,8	0,4	4,2	-1,4	5,9	0,2	23,4	38,7	5,9	12,0	20,8
Dic <sup>(p)</sup>	-22,8	10,6	0,1	-46,7	-2,5	11,9	-0,6	4,3	-18,5	-5,6	5,2	-18,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
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	10,0	8,1	10,3	7,0	5,8	14,7	9,7	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 Mar	10,4	9,6	6,2	7,2	5,6	10,7	4,6	19,0	5,8	6,2	7,5	-0,3
Jun	10,2	9,4	7,3	8,6	10,1	10,3	2,2	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 Jul	10,3	9,5	6,5	7,2	6,0	11,2	-7,0	18,7	6,1	4,3	4,4	14,4
Ago	11,2	10,0	12,8	7,6	4,5	10,3	-7,0	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
Sep	10,3	10,6	13,0	6,3	-0,3	8,0	-3,8	19,9	4,2	2,7	3,2	9,8
Oct	9,9	11,4	11,7	4,2	33,5	6,6	-2,1	20,4	5,0	2,2	4,4	11,1
Nov	9,9	11,5	10,2	3,6	21,6	6,7	-3,0	21,8	7,9	4,5	4,8	23,3
Dic <sup>(p)</sup>	10,2	12,1	8,8	3,3	5,8	8,9	-7,9	21,8	6,6	1,8	5,4	18,2

## 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 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM<sup>1)</sup>

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-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	-0,3	-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	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Dic <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,1	-0,8

### 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	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2
Dic <sup>(p)</sup>	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-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	0,8	0,5	-0,1	0,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,8	1,0	0,9	1,0
Dic <sup>(p)</sup>	-1,8	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-2,1	0,0	-0,1	2,6	0,7	1,4	0,6

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	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 <sup>(p)</sup>	4.586,5	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.587,7	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III <sup>(p)</sup>	3.597,2	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 IFM<sup>1)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
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 <sup>(p)</sup>	4.356,2	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,6	0,2	1,3	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
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	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
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	1.275,8	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.671,6	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 I	1.344,2	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,3	1.737,3	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	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 <sup>(p)</sup>	1.388,3	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.795,7	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
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	275,2	44,9	55,1	30,8	1,2	4,9	15,5	353,9	45,8	54,2	31,3	5,9	5,9	6,4
2004 I	307,2	44,4	55,6	29,8	1,2	5,0	16,7	378,9	44,3	55,7	31,2	6,2	5,5	7,1
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 <sup>(p)</sup>	321,4	47,2	52,8	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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	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
2003 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	3.366,1	244,8	1.429,4	69,2	1.360,2	1.117,1	277,1	139,7	157,9
III <sup>(p)</sup>	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

### 2. Pasivo

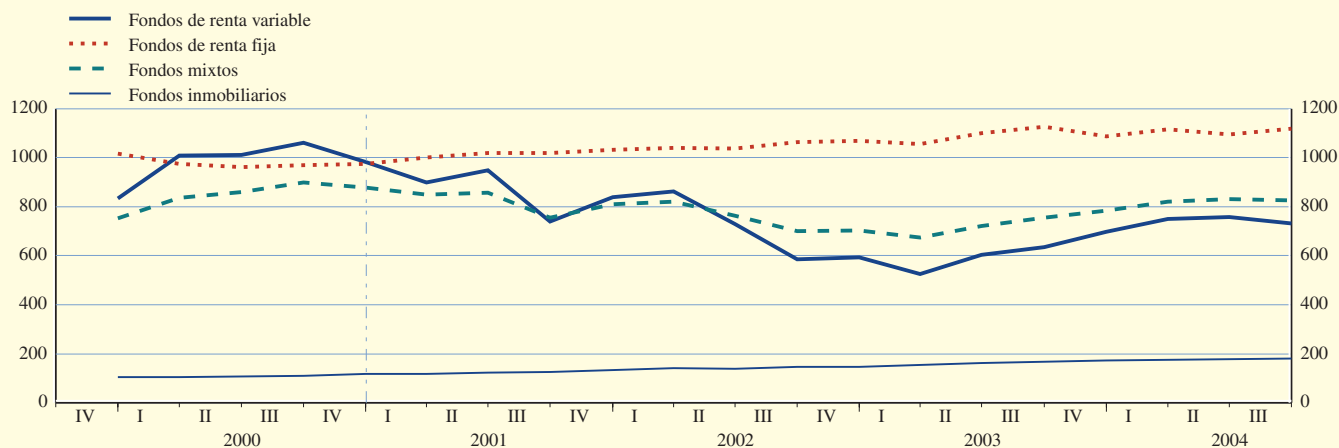
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2003 II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
II	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
III <sup>(p)</sup>	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003 II	2.959,5	603,3	1.099,6	720,8	161,4	374,4	2.140,5	819,0
III	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,1	836,5
IV	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,4	856,6
2004 I	3.353,6	750,5	1.116,6	821,2	175,9	489,5	2.470,4	883,2
II	3.366,1	756,5	1.094,4	830,2	179,1	505,8	2.479,1	887,0
III <sup>(p)</sup>	3.385,2	732,3	1.117,2	825,5	181,5	528,7	2.484,6	900,6

## 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 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	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
III <sup>(p)</sup>	732,3	31,5	32,8	3,5	29,3	618,7	24,4	-	25,0
Fondos de renta fija									
2003 II	1.099,6	82,4	927,9	33,0	894,9	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	1.094,4	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,5
III <sup>(p)</sup>	1.117,2	80,5	930,9	38,6	892,3	31,9	23,4	-	50,4
Fondos mixtos									
2003 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	830,2	52,2	340,1	22,3	317,8	279,0	114,9	0,3	43,6
III <sup>(p)</sup>	825,5	52,3	347,7	21,8	325,8	270,6	115,3	0,3	39,4
Fondos inmobiliarios									
2003 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	179,1	15,0	8,5	0,6	7,9	0,7	7,7	138,6	8,7
III <sup>(p)</sup>	181,5	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	142,3	8,0

### 2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2003 II	2.140,5	181,6	912,4	691,7	168,3	104,2	82,2
III	2.249,1	199,0	927,7	736,5	176,6	108,9	100,4
IV	2.318,4	191,7	913,6	815,8	183,8	115,5	98,0
2004 I	2.470,4	219,3	948,8	878,2	198,8	117,5	107,8
II	2.479,1	202,0	945,9	890,3	210,9	119,9	110,1
III <sup>(p)</sup>	2.484,6	205,5	972,6	866,0	212,3	123,1	105,2
Fondos de inversores especiales							
2003 II	819,0	51,0	470,3	189,2	56,1	16,5	36,0
III	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
IV	856,6	43,4	475,8	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 I	883,2	47,2	485,1	224,6	63,8	19,1	43,3
II	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8
III <sup>(p)</sup>	900,6	40,9	499,0	224,6	68,2	20,4	47,5

Fuente: BCE.





## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	11	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2003 I	14.468,8	5.637,5	290,7	4.948,1	1.836,2	1.572,0	1.433,8	106,1	176,2	222,5	323,9
II	14.968,6	5.751,3	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	209,6	329,8
III	15.074,4	5.755,8	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	178,4	345,4
IV	15.467,1	5.874,4	352,4	5.183,3	2.027,5	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 I	15.649,5	5.908,5	350,8	5.181,2	2.021,0	1.545,0	1.533,9	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	155,3	41,4	3,1	-4,0	-29,5	-11,5	42,7	-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	133,1	12,3	11,4	12,1	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,5	17,2
IV	152,9	124,2	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 I	140,2	31,6	-1,6	-4,6	-7,2	-15,8	22,3	-3,9	30,2	7,6	40,7
II	283,5	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-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	6,5	-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			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
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 periodo; operaciones realizadas en el periodo)

	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 <sup>1)</sup>					
		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	
<b>Saldos vivos</b>													
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	16.176,5	8.242,9	7.236,1	877,0	69,7	807,3	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	7.293,6	885,7	70,8	814,9	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
<b>Operaciones</b>													
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	235,6	116,1	84,0	-4,8	3,2	-8,0	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,1	2,6
III	137,2	81,7	58,7	8,7	1,1	7,6	1,8	-25,9	27,7	71,2	-4,7	75,9	22,9
IV	111,9	113,0	118,5	22,3	9,8	12,5	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
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	7,3	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	1,0	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	
<b>Saldos vivos</b>										
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
<b>Operaciones</b>										
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
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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	3.336,9	536,1	61,7	454,2	1,8	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,8	56,3	1.326,5
II	3.471,2	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,4	65,1	272,3	1.412,0	54,3	1.357,7
III	3.524,6	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,4	65,8	273,5	1.433,4	57,1	1.376,3
IV	3.634,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,0	66,7	261,3	1.461,1	58,3	1.402,9
2004 I	3.784,1	557,2	64,7	468,3	2,3	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	67,6	12,6	4,3	7,8	0,1	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	34,2	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,3	22,5	2,8	19,6
IV	60,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 I	93,2	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	42,2	-1,8	44,0
II	33,9	7,3	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,5	28,0	-3,4	31,4
	Tasas de crecimiento											
2003 I	5,9	7,5	37,1	4,8	-10,2	3,3	-1,4	-11,4	1,4	10,0	18,9	9,6
II	6,8	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	12,0	41,9	11,1
III	6,6	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
IV	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 I	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	8,7	0,1	9,1
II	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,1	9,6

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18
	Saldos vivos													
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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	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	390,7	1.439,5	-1.054,3	5,0	0,5	2.422,1	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	38,9

	Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	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	1.469,4	-1.054,3	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 <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos				
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-452,2	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. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	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	164,8	461,4	-291,0	532,2	224,2	16,6	83,6	229,8	436,9	694,2	260,2	257,9	4.854,2	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

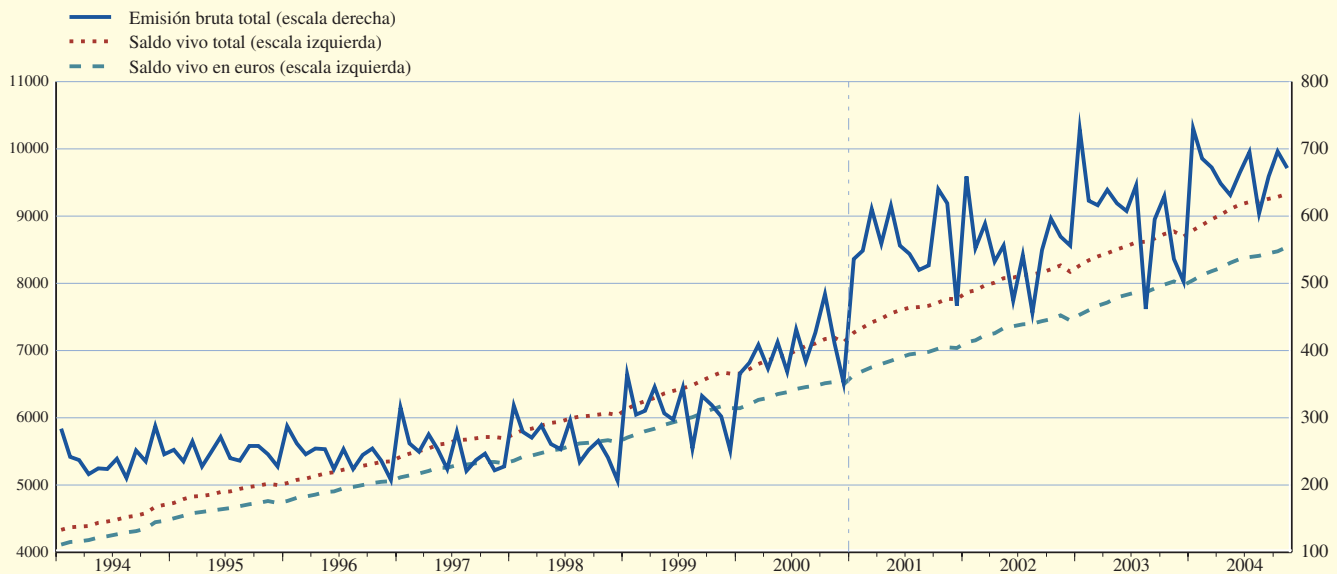
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2003 Nov	9.243,3	556,0	491,3	64,7	8.774,1	536,4	490,3	46,1	91,5	93,2	92,4	46,6
2003 Dic	9.207,0	520,9	553,5	-32,5	8.698,3	503,0	557,3	-54,3	91,6	93,8	94,6	-55,4
2004 Ene	9.277,8	738,5	665,4	73,1	8.789,7	730,8	644,7	86,1	91,5	94,2	94,8	77,6
2004 Feb	9.353,8	698,5	622,7	75,8	8.865,9	685,5	605,6	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
2004 Mar	9.462,4	717,7	608,9	108,8	8.951,5	672,8	597,1	75,8	91,3	92,7	95,3	54,9
2004 Abr	9.488,4	648,8	624,7	24,1	9.019,0	648,5	587,1	61,3	91,2	93,3	95,0	46,8
2004 May	9.588,2	649,3	549,7	99,5	9.101,8	631,1	543,7	87,4	91,2	93,9	94,9	76,5
2004 Jun	9.695,5	711,0	602,6	108,5	9.167,8	664,4	598,4	66,0	91,2	94,3	94,7	59,6
2004 Jul	9.715,0	707,7	686,5	21,2	9.209,2	695,1	654,1	41,0	91,1	94,1	94,6	35,2
2004 Ago	9.745,7	619,8	589,1	30,7	9.221,4	603,6	588,8	14,8	91,2	94,7	94,7	14,0
2004 Sep	9.855,5	723,4	613,7	109,7	9.252,6	659,6	618,9	40,6	91,3	94,9	94,4	41,4
2004 Oct	.	.	.	.	9.287,6	696,7	656,4	40,3	91,3	93,7	94,9	30,2
2004 Nov	.	.	.	.	9.337,3	671,1	614,6	56,4	91,5	94,5	94,3	54,3
<b>Largo plazo</b>												
2003 Nov	8.355,0	143,4	93,5	50,0	7.892,2	136,5	90,4	46,0	91,5	89,6	88,1	42,6
2003 Dic	8.348,7	119,3	120,5	-1,2	7.867,7	112,1	114,6	-2,5	91,7	90,4	93,1	-5,3
2004 Ene	8.406,1	195,8	137,6	58,2	7.915,2	178,4	139,2	39,3	91,6	92,9	90,9	39,1
2004 Feb	8.491,5	193,5	109,2	84,3	7.997,9	182,7	98,8	83,9	91,7	92,2	88,0	81,6
2004 Mar	8.553,4	213,6	150,9	62,6	8.063,5	189,6	132,7	56,9	91,4	86,8	94,1	39,7
2004 Abr	8.594,6	163,6	124,2	39,4	8.114,0	155,3	110,4	44,9	91,3	88,5	94,7	32,9
2004 May	8.696,3	174,7	72,3	102,4	8.198,1	156,7	67,9	88,7	91,3	89,3	90,9	78,1
2004 Jun	8.781,7	204,2	120,8	83,3	8.269,7	181,0	113,1	67,9	91,3	92,9	92,3	63,9
2004 Jul	8.817,2	190,3	153,3	36,9	8.304,8	173,4	139,2	34,2	91,2	91,8	93,7	28,6
2004 Ago	8.844,2	87,3	60,6	26,7	8.320,1	75,3	58,6	16,7	91,2	86,9	91,5	11,9
2004 Sep	8.936,8	191,1	99,9	91,2	8.367,5	156,4	102,6	53,8	91,3	91,6	88,8	52,1
2004 Oct	.	.	.	.	8.386,6	158,6	132,0	26,6	91,3	88,1	93,7	16,0
2004 Nov	.	.	.	.	8.436,8	151,0	93,2	57,8	91,4	89,4	92,1	49,1

### 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 sector emisor y tipo de instrumento

(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												
2002	8.172	3.123	565	544	3.760	180	91,2	85,7	83,3	86,6	97,3	95,8
2003	8.698	3.288	678	592	3.923	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2003 IV	8.698	3.288	678	592	3.923	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2004 I	8.952	3.403	680	592	4.045	232	91,3	85,2	87,6	87,8	97,4	95,5
II	9.168	3.476	707	608	4.138	239	91,2	84,7	88,5	87,6	97,4	95,5
III	9.253	3.533	712	604	4.162	241	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
2004 Ago	9.221	3.514	713	612	4.144	239	91,2	84,6	88,9	87,3	97,5	95,5
Sep	9.253	3.533	712	604	4.162	241	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
Oct	9.288	3.565	721	606	4.152	243	91,3	84,6	89,7	87,6	97,6	95,7
Nov	9.337	3.577	740	607	4.166	248	91,5	84,8	90,3	87,8	97,6	95,7
A corto plazo												
2002	787	361	7	91	325	4	88,9	78,0	100,0	94,6	99,2	87,1
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2003 IV	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004 I	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
II	898	378	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
III	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
2004 Ago	901	383	6	106	401	5	90,9	81,8	96,2	95,2	98,5	84,1
Sep	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
Oct	901	384	6	99	407	4	91,3	82,5	96,0	95,4	98,6	83,4
Nov	900	391	6	98	400	5	92,1	84,2	94,9	95,6	99,0	89,9
Total a largo plazo <sup>1)</sup>												
2002	7.384	2.763	559	452	3.435	176	91,4	86,7	83,1	84,9	97,1	96,0
2003	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2003 IV	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2004 I	8.063	3.029	675	490	3.642	228	91,4	85,7	87,6	86,3	97,3	95,7
II	8.270	3.098	701	500	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,9	97,3	95,8
III	8.368	3.163	706	505	3.758	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
2004 Ago	8.320	3.131	707	505	3.743	234	91,2	84,9	88,8	85,7	97,4	95,8
Sep	8.368	3.163	706	505	3.758	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
Oct	8.387	3.181	715	507	3.745	239	91,3	84,9	89,7	86,1	97,5	96,0
Nov	8.437	3.185	733	508	3.766	243	91,4	84,9	90,3	86,3	97,5	95,8
Del cual: emitidos a tipo fijo												
2002	5.853	1.872	367	380	3.097	137	91,5	86,6	75,0	85,0	97,0	95,9
2003	6.117	1.885	405	423	3.240	164	91,8	85,4	80,3	86,8	97,4	95,5
2003 IV	6.117	1.885	405	423	3.240	164	91,8	85,4	80,3	86,8	97,4	95,5
2004 I	6.246	1.926	410	414	3.324	172	91,6	84,9	80,3	85,7	97,3	95,6
II	6.363	1.943	416	419	3.409	177	91,5	84,5	81,2	85,1	97,3	95,7
III	6.389	1.950	411	417	3.431	181	91,6	84,1	82,3	85,4	97,4	95,9
2004 Ago	6.357	1.941	415	418	3.407	177	91,5	84,2	81,7	85,2	97,3	95,7
Sep	6.389	1.950	411	417	3.431	181	91,6	84,1	82,3	85,4	97,4	95,9
Oct	6.367	1.944	410	418	3.414	181	91,6	84,0	82,7	85,5	97,4	95,9
Nov	6.387	1.936	417	417	3.432	185	91,6	83,9	83,5	85,7	97,5	95,7
Del cual: emitidos a tipo variable												
2002	1.393	821	188	67	277	39	91,1	87,4	98,8	85,2	97,4	96,1
2003	1.594	959	264	59	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,5
2003 IV	1.594	959	264	59	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,5
2004 I	1.653	1.008	262	63	265	55	91,2	87,5	98,8	89,4	97,5	95,7
II	1.730	1.048	282	67	276	57	90,8	86,7	98,9	89,9	97,5	95,9
III	1.789	1.100	292	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,0
2004 Ago	1.774	1.076	289	74	279	57	90,6	86,5	98,9	87,5	97,5	95,9
Sep	1.789	1.100	292	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,0
Oct	1.828	1.123	302	75	272	57	90,6	86,6	99,0	88,1	97,6	96,1
Nov	1.858	1.135	313	77	275	59	90,8	86,7	99,1	88,4	97,6	96,2

Fuente: BCE.

1) La diferencia residual entre el total de los valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable, se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

## 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)

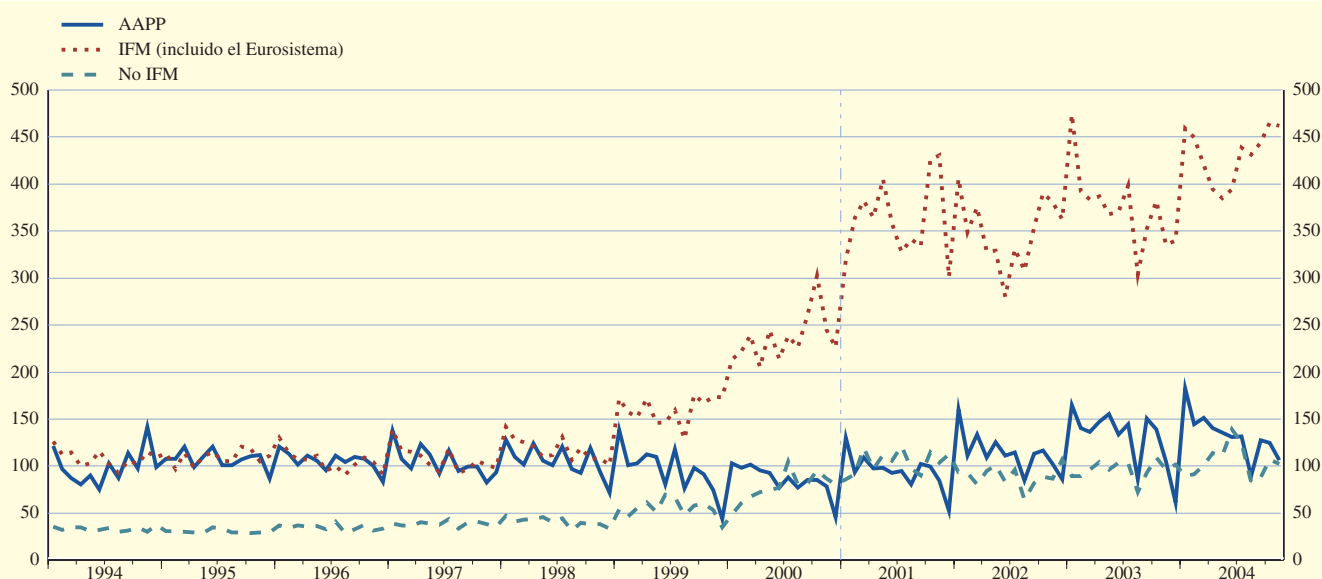
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo <sup>1)</sup>					
	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						Tipo fijo a largo plazo					
2002	6.632,9	4.193,0	250,3	820,1	1.291,0	78,4	1.183,8	389,2	131,2	65,0	561,8	36,4
2003	7.205,1	4.485,6	244,7	909,4	1.478,8	86,5	1.282,6	414,3	111,5	88,9	626,4	41,4
2003 IV	1.669,4	1.057,2	69,8	237,1	283,6	21,7	251,4	96,7	22,7	21,8	100,4	9,8
2004 I	2.089,2	1.328,5	38,1	243,4	453,0	26,2	376,8	135,6	16,8	11,7	199,7	13,2
II	1.944,0	1.173,1	63,8	300,3	387,5	19,3	307,6	91,3	21,7	19,5	166,8	8,1
III	1.958,2	1.313,3	41,5	254,9	333,2	15,2	247,2	86,6	9,6	14,0	130,9	6,1
2004 Ago	603,6	430,8	6,2	77,2	85,3	4,0	42,9	15,3	1,0	1,7	23,8	1,2
Sep	659,6	443,8	12,1	75,8	120,4	7,4	99,2	39,4	2,5	3,4	49,8	4,2
Oct	696,7	464,8	21,4	85,8	119,1	5,6	92,7	28,4	5,3	8,2	49,0	1,8
Nov	671,1	461,9	28,7	73,9	97,8	8,8	92,6	32,2	13,2	3,1	39,7	4,3
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a largo plazo					
2002	4.993,8	3.538,3	42,3	740,4	646,6	26,3	392,1	237,8	76,2	12,8	49,5	15,7
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	509,8	336,7	91,7	11,7	53,3	16,4
2003 IV	1.252,3	855,8	10,9	206,1	172,4	7,1	147,5	92,2	36,2	5,4	9,0	4,7
2004 I	1.538,4	1.071,9	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,5	11,3	6,6	18,4	4,9
II	1.451,0	969,0	11,1	271,0	191,3	8,5	159,4	96,9	31,0	7,8	21,1	2,7
III	1.553,1	1.118,9	10,6	230,1	185,9	7,6	136,6	95,2	21,3	10,0	8,6	1,6
2004 Ago	528,3	390,2	3,8	75,1	56,8	2,5	26,4	22,2	1,5	0,4	2,0	0,3
Sep	503,1	361,5	3,2	71,2	64,5	2,6	52,2	40,1	6,4	1,1	4,0	0,6
Oct	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,1	61,0	38,7	11,9	1,9	7,0	1,6
Nov	520,1	393,0	2,9	68,1	53,4	2,7	54,1	33,0	12,5	2,1	4,7	1,7

## C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

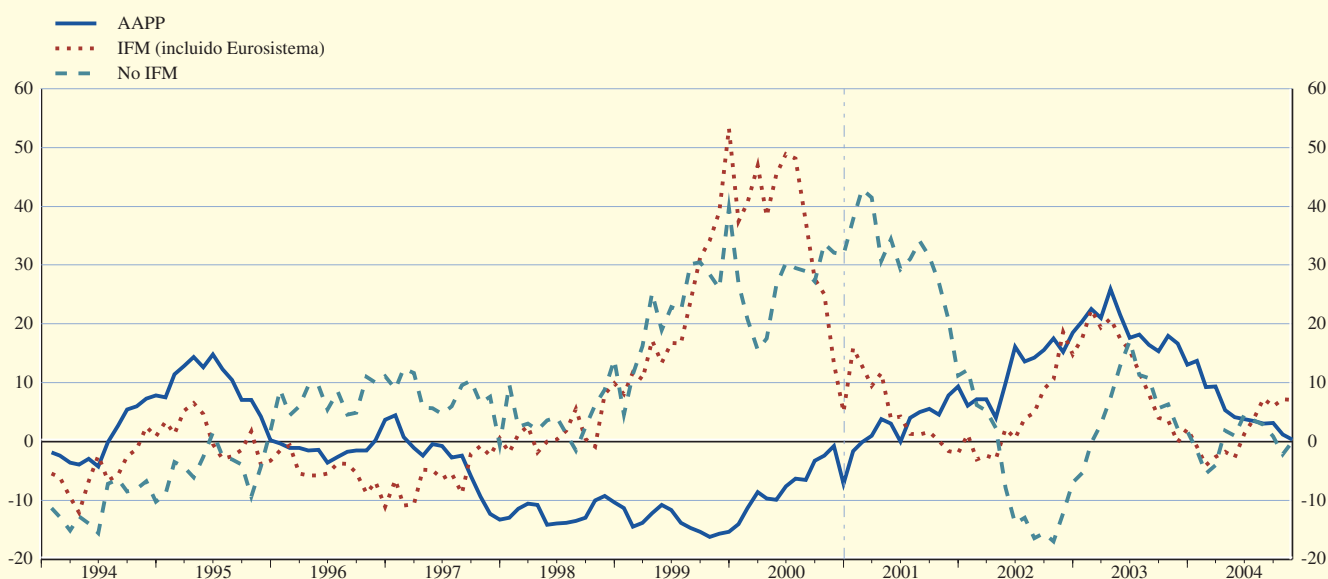
1) La diferencia residual entre el total de los valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo fijo y a tipo variable, se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.



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

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2002	7,0	6,1	28,3	10,2	4,2	27,7	5,5	3,9	7,4	-7,1	11,8	7,2
2003	6,8	5,1	26,2	9,0	4,6	25,9	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2003 IV	7,1	5,4	26,6	9,9	4,6	22,3	8,4	2,2	-11,2	5,1	16,6	-10,8
2004 I	7,0	6,3	20,7	6,9	4,8	21,3	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
II	7,0	8,0	15,4	3,2	5,0	18,4	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
III	7,3	8,7	12,9	3,9	5,2	16,3	4,0	4,9	-11,1	3,9	3,1	27,2
2004 Jun	7,3	8,4	15,2	3,4	5,2	17,3	2,8	1,3	-16,8	5,8	3,6	21,2
Jul	7,2	8,4	13,1	4,5	5,2	15,9	3,7	4,0	-17,4	4,8	3,3	17,3
Ago	7,4	8,9	12,6	3,7	5,4	16,7	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
Sep	7,1	9,1	10,7	3,8	4,9	15,3	4,1	6,0	3,4	0,7	2,8	41,7
Oct	6,7	8,9	10,6	3,3	4,4	14,0	3,3	7,2	1,6	-2,4	0,9	38,6
Nov	6,8	8,6	12,1	3,3	4,5	14,2	3,1	7,1	2,0	-0,2	-0,2	53,1
En euros												
2002	6,7	4,8	36,4	11,4	4,2	28,7	5,3	3,3	7,1	-8,3	12,0	3,1
2003	6,5	3,9	32,0	10,0	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2003 IV	6,8	4,2	32,7	10,8	4,5	21,5	10,4	5,9	-11,1	4,0	16,6	-13,9
2004 I	6,8	5,3	24,7	7,0	4,9	20,5	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
II	6,6	6,7	18,9	2,6	5,0	18,0	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
III	6,8	7,1	16,6	2,8	5,3	16,2	3,0	2,5	-13,7	4,4	3,0	22,6
2004 Jun	6,8	6,9	18,8	2,3	5,2	17,0	2,3	-0,1	-16,8	6,1	3,5	16,4
Jul	6,8	6,9	17,1	3,4	5,3	15,8	2,7	1,7	-20,6	4,8	3,3	12,5
Ago	6,9	7,2	16,5	2,5	5,5	16,7	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
Sep	6,7	7,8	14,1	2,7	5,0	15,3	3,4	4,3	-0,6	2,0	2,8	38,0
Oct	6,3	7,6	13,8	2,3	4,4	14,2	3,0	6,7	-2,5	-1,2	1,1	38,6
Nov	6,4	7,3	15,7	2,3	4,5	14,1	3,1	7,5	-3,2	1,2	-0,1	62,6

**C15 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas**  
(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

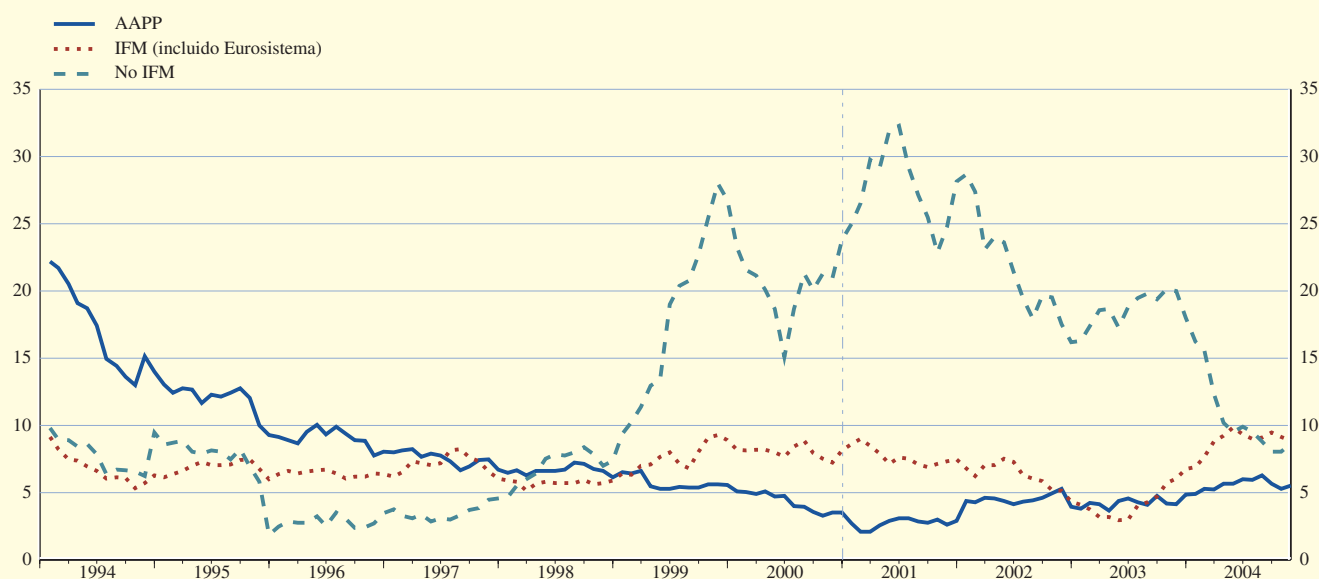
### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
2002	5,9	2,8	15,1	19,8	4,8	22,7	12,3	14,3	86,3	-5,5	-8,0	57,7
2003	5,2	2,1	15,3	12,6	4,4	22,6	9,0	8,3	54,8	-13,4	-9,2	42,8
2003 IV	5,7	2,9	16,6	13,1	4,6	20,5	11,6	11,6	49,8	-15,7	-6,6	32,0
2004 I	5,6	3,0	12,0	9,9	5,3	18,3	14,1	15,2	38,9	-8,5	-4,3	33,1
II	5,5	3,8	9,0	3,6	5,8	15,2	16,3	18,8	28,2	-0,1	0,9	29,8
III	4,9	3,0	4,2	1,3	6,1	13,6	17,9	19,0	29,2	20,7	3,0	25,0
2004 Jun	5,4	3,7	7,7	2,2	6,2	13,3	16,9	18,5	29,6	6,8	1,4	31,3
Jul	4,8	3,0	4,3	1,5	6,0	13,0	18,1	18,6	30,1	22,8	4,0	26,1
Ago	4,8	2,7	3,2	0,7	6,3	14,4	18,6	19,4	30,3	22,7	4,3	23,5
Sep	4,6	3,1	2,5	1,1	5,7	13,4	17,3	19,6	25,0	27,5	0,3	19,9
Oct	4,2	2,2	2,3	1,6	5,4	12,3	17,9	20,4	24,9	29,3	0,1	18,5
Nov	4,0	1,8	3,7	0,3	5,4	12,0	18,9	20,3	26,1	34,3	3,6	18,9
En euros												
2002	5,4	0,9	20,6	22,2	4,6	23,6	13,2	14,6	85,5	-1,2	-6,9	61,2
2003	4,6	0,1	20,5	13,1	4,2	21,2	9,1	7,7	54,9	-8,9	-9,2	43,6
2003 IV	5,2	0,9	23,3	13,4	4,5	19,4	11,1	10,1	50,0	-11,7	-6,9	32,1
2004 I	5,4	1,6	16,4	9,7	5,4	17,6	13,7	14,4	38,8	-5,7	-4,5	31,9
II	5,1	2,0	13,2	2,3	5,8	15,0	15,9	18,2	28,3	2,2	0,9	28,8
III	4,7	1,2	8,3	-0,2	6,2	13,9	17,3	18,1	29,5	18,6	3,0	24,0
2004 Jun	5,1	1,9	11,8	0,3	6,3	13,3	16,3	17,4	29,8	8,1	1,4	30,5
Jul	4,7	1,3	8,7	0,3	6,2	13,3	17,4	17,5	30,4	19,8	4,0	25,1
Ago	4,6	0,8	7,4	-0,8	6,4	14,8	17,9	18,4	30,6	19,7	4,4	22,5
Sep	4,4	1,2	6,4	-0,6	5,9	13,9	16,9	19,2	25,2	25,1	0,2	18,8
Oct	3,9	0,3	5,8	0,3	5,5	12,8	17,3	19,9	25,2	26,8	0,1	17,7
Nov	3,6	-0,3	7,9	-1,3	5,4	12,1	18,3	19,6	26,5	31,8	3,6	18,1

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

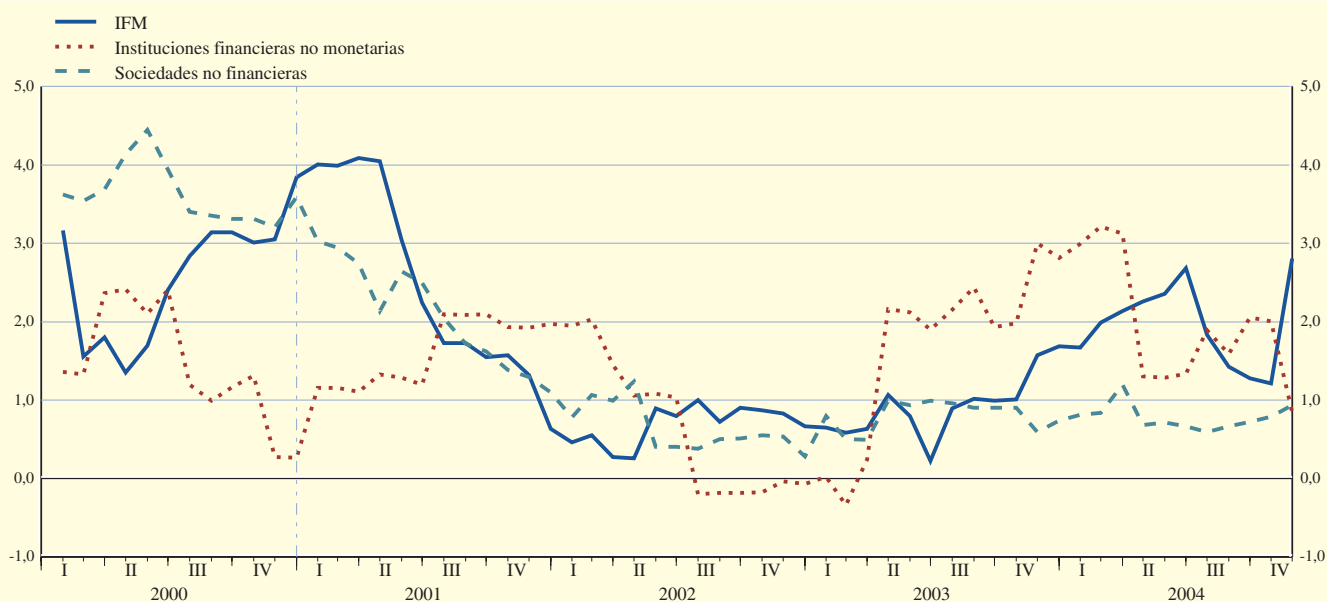
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	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 Nov	3.436,9	100,3	0,5	487,4	0,8	345,9	0,0	2.603,6	0,5
Dic	3.118,5	100,3	0,3	450,7	0,7	283,6	-0,1	2.384,2	0,3
2003 Ene	2.978,6	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,7	0,8
Feb	2.885,2	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,3	2.189,1	0,5
Mar	2.763,7	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,5	0,5
Abr	3.113,1	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.350,0	1,0
May	3.145,8	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,8	0,9
Jun	3.256,3	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,5	1,0
Jul	3.366,6	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,8	1,0
Ago	3.413,5	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,6	0,9
Sep	3.276,8	101,2	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,9	0,9
Oct	3.484,2	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,8	0,9
Nov	3.547,1	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,7	0,6
Dic	3.647,6	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,5	0,7
2004 Ene	3.788,7	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,3	0,8
Feb	3.852,2	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.890,0	0,8
Mar	3.766,7	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,8	1,2
Abr	3.748,6	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,2	0,7
May	3.688,0	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,4	0,7
Jun	3.790,3	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,9	0,7
Jul	3.680,0	102,1	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,7	0,6
Ago	3.673,9	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.758,3	0,7
Sep	3.759,5	102,1	0,9	577,6	1,3	362,3	2,1	2.819,7	0,7
Oct	3.840,8	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.870,3	0,8
Nov	3.956,8	102,5	1,2	621,9	2,8	386,5	0,8	2.948,4	0,9

#### C17 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<sup>1)</sup>

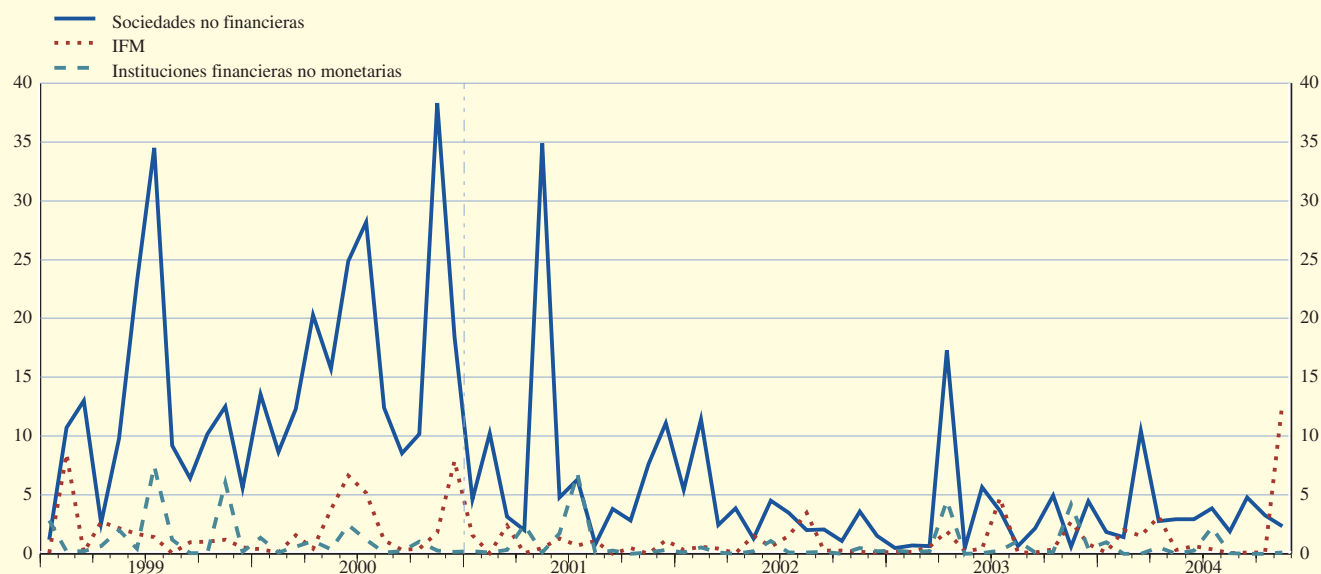
(mm de euros; valores de mercado)

### 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 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	1,8	1,6	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	1,5	1,6	-0,1
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	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
Abr	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
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	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
Ago	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
Sep	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,5	-1,5	2,2	0,4	1,8
Oct	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	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	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	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	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
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	0,4	3,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,3	3,0
Nov	15,2	3,3	11,8	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,3	3,0	-0,7

#### C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,44	3,34	1,99
2004 Ene	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95
Feb	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
Mar	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,59	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
May	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
Ago	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
Sep	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
Oct	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00
Nov	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 Dic	9,69	7,64	6,54	7,66	7,69	3,62	4,18	5,01	4,89	4,41	3,86	4,98	5,08
2004 Ene	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18
Feb	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
Mar	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
Abr	9,73	7,35	6,64	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
May	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Jun	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Jul	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Ago	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
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
Oct	9,53	7,37	6,87	8,34	7,98	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov	9,47	7,42	6,84	8,23	7,96	3,45	4,07	4,66	4,58	4,08	3,96	4,89	4,82

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1
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
Feb		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
Mar		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
Abr		5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
May		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Jun		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Jul		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Ago		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
Sep		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45
Oct		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
Nov		5,37	4,03	4,79	4,55	2,95	3,35	4,32

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 periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

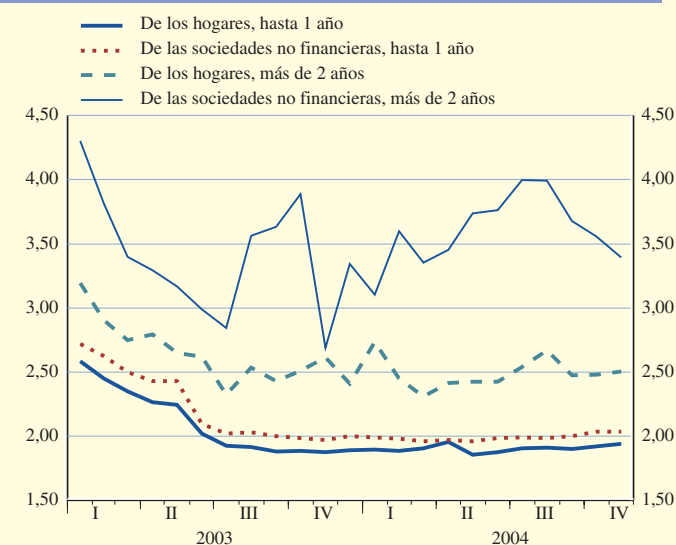
	Depósitos de los hogares				Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	3,89	1,98
Nov	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,85	2,00

**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 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	4,53	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48	
Nov	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,95	4,48	

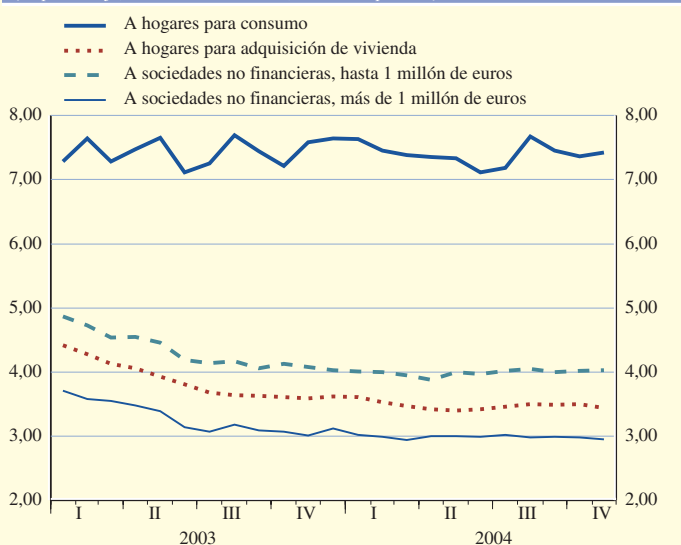
**C19 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



**C20 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

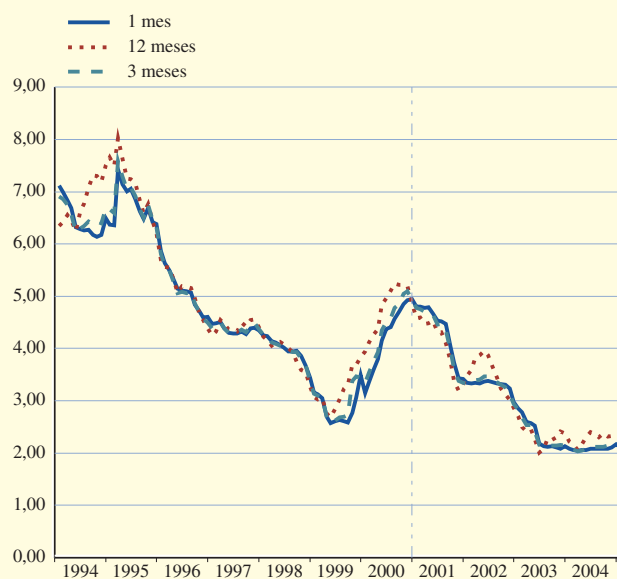
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 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
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
2005 Ene	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05

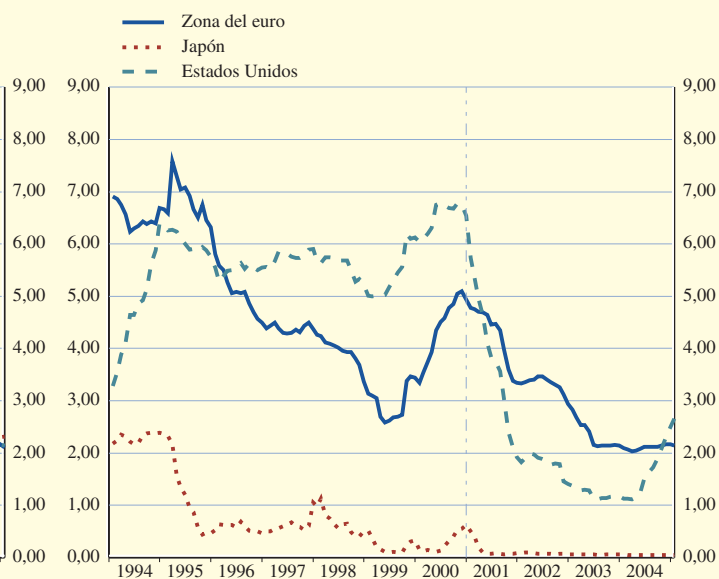
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



#### C22 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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



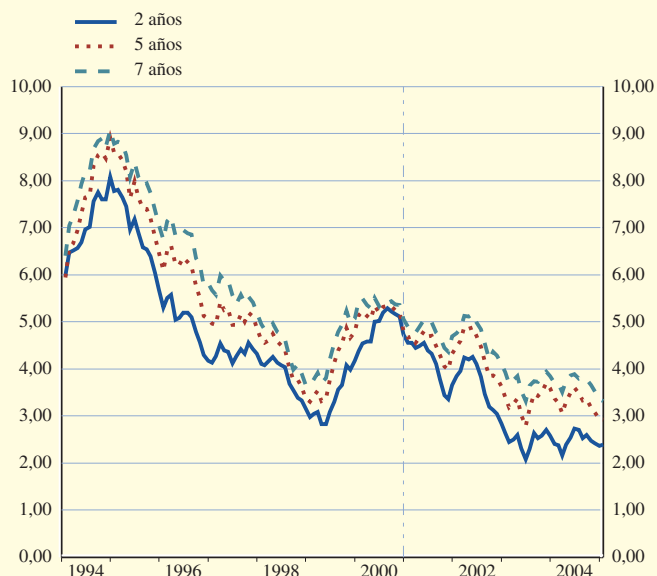
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 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
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
2005 Ene	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37

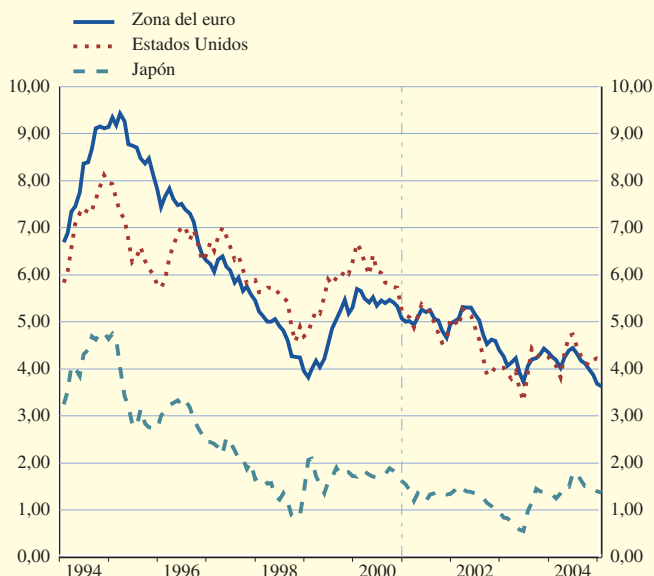
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



## C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

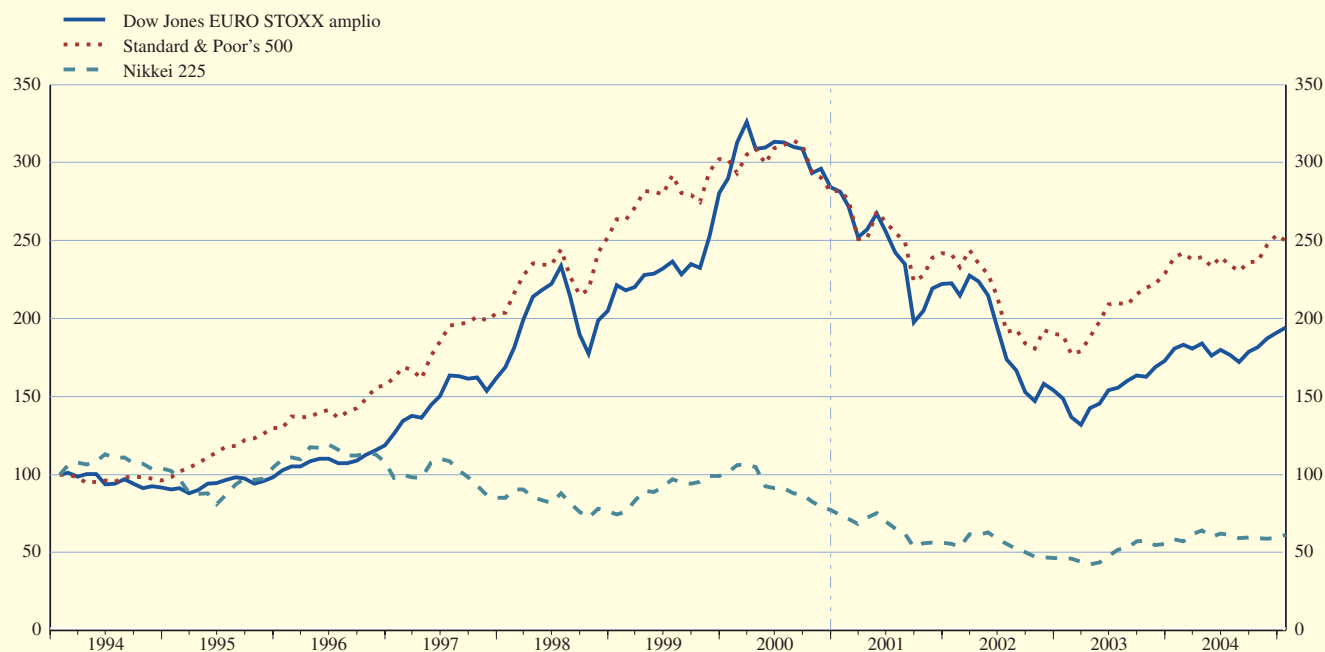
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
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
2005 Ene	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,2

#### C25 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 de precios de consumo

	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 <sup>1)</sup>	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2003 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
IV	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,2	1,8	0,6
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	2,7	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
Dic	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,8	0,0	-1,8	0,2

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total <sup>1)</sup>	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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
2004	2,3	3,4	0,7	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2003 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
IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2004 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
Dic	2,0	3,2	0,1	2,0	0,8	6,9	2,6	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2004.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales y de materias primas

	Precios industriales										Precios de materias primas en los mercados mundiales <sup>1)</sup>	Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril)		
	Industria, excluida construcción									Construcción <sup>3)</sup>			Industria manufacturera	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		Total			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero		Total excluida energía				
% del total <sup>4)</sup>	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	105,7	2,3	1,9	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,7	.	2,5	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	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
IV	107,2	3,8	2,7	5,5	1,1	1,2	1,1	1,2	8,1	.	4,0	22,9	1,3	34,5
2004 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	9,7	-	4,3	35,1	3,7	39,4
Nov	107,2	3,7	2,7	5,5	1,1	1,0	1,1	0,9	7,9	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dic	107,0	3,6	2,9	5,4	1,2	1,5	1,1	1,5	6,7	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	18,8	-2,0	33,6

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

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,6	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	112,7	2,2	2,3	2,0	2,4	2,2	2,2	2,2
III	113,2	1,9	2,0	1,8	1,9	2,4	1,9	2,0

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

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>								
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	6,0	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	2,0	2,7	1,1	1,9	0,9
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>								
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 <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			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 <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2000	6.580,8	6.521,5	3.767,7	1.309,1	1.418,6	26,1	59,3	2.440,5	2.381,1
2001	6.847,3	6.730,0	3.926,7	1.372,7	1.441,3	-10,7	117,3	2.555,3	2.438,1
2002	7.082,3	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	-	-
	Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)								
	<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.

- 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.
- Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.079,0	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 interanual</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 <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	5,0	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	2,0	-0,1	-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	0,4	2,0	1,3	0,9
II	3,3	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	102,5	2,8	2,9	3,0	5,1	0,6	-0,7	0,8	2,3	-0,3	3,1
2004 Jun	3,5	102,4	3,5	3,6	3,0	6,4	1,2	1,7	1,2	2,4	0,6	3,8
Jul	2,7	102,7	2,7	2,8	3,5	4,0	0,3	0,5	0,2	1,6	0,8	2,9
Ago	3,3	102,1	2,0	2,3	2,2	4,9	0,6	-1,0	0,8	1,3	1,2	2,6
Sep	2,8	102,8	3,5	3,5	3,2	6,4	0,8	-1,6	1,3	3,9	-2,8	3,6
Oct	.	102,2	1,1	1,0	1,2	4,3	-1,1	-2,9	-0,8	-1,5	.	1,1
Nov	.	101,7	0,2	-0,6	0,6	0,3	-0,9	-4,3	-0,3	2,1	.	-0,3
	tasas de variación intermensual (d.)											
2004 Jun	-0,5	-	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,1	0,8	-0,1
Jul	0,4	-	0,3	0,5	1,0	0,2	0,3	0,9	0,2	-0,1	0,7	0,4
Ago	-0,1	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	-2,7	-0,2	0,6	-1,5	-0,6
Sep	-0,3	-	0,7	0,6	0,2	1,1	0,1	0,3	0,1	-0,1	-2,0	0,5
Oct	.	-	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-1,4	.	-0,7
Nov	.	-	-0,4	-0,8	-0,1	-1,7	-0,3	-1,2	-0,2	-0,4	.	-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 <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,7	0,8	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,2	-0,4	-2,8	0,1	912	-1,5
2004	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	922	1,1
2004 I	101,4	4,5	103,9	2,5	1,1	102,3	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	911	0,9
II	108,1	12,2	105,9	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,3	-0,3	2,3	928	3,0
III	105,7	7,5	106,5	5,7	0,9	102,0	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	904	-3,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	945	3,6
2004 Jul	105,5	5,1	106,1	2,4	1,2	102,5	0,6	0,4	0,8	1,1	2,1	911	-1,8
Ago	104,9	10,5	105,3	9,5	1,6	101,8	-0,1	-1,9	1,1	2,0	2,0	873	-9,5
Sep	106,6	7,8	108,2	6,2	0,4	101,7	-0,3	-0,8	0,1	-0,7	1,2	928	-0,6
Oct	106,5	0,0	104,7	1,7	0,0	102,0	-0,7	-1,1	-0,5	-1,9	0,6	949	3,9
Nov	108,2	12,2	108,0	8,1	1,0	101,8	0,2	-0,2	0,3	2,7	0,6	955	4,8
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	930	1,8
	tasas de variación intermensual (d.)												
2004 Jul	-	-0,9	-	-2,2	-0,3	-	-0,3	0,2	-0,6	-0,1	-0,7	-	-1,9
Ago	-	-0,5	-	-0,8	-0,1	-	-0,8	-1,3	-0,5	-1,7	-0,6	-	-4,2
Sep	-	1,6	-	2,8	-0,4	-	-0,1	0,3	-0,1	-1,4	0,2	-	6,3
Oct	-	-0,2	-	-3,2	0,2	-	0,3	0,2	0,2	1,2	-0,2	-	2,3
Nov	-	1,6	-	3,2	0,3	-	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,6	-	0,7
Dic	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-2,6

Fuentes: 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 <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,4	-14	-4	-14	30	-8
2003 IV	97,6	-8	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2004 I	98,6	-7	-21	10	10	80,7	-14	-4	-13	30	-9
II	99,9	-5	-17	8	10	81,2	-14	-3	-15	32	-8
III	100,6	-4	-12	7	9	81,8	-14	-4	-14	29	-8
IV	100,9	-3	-12	8	10	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2004 Ago	100,9	-4	-13	7	8	-	-14	-4	-14	30	-8
Sep	100,9	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
Oct	101,5	-3	-11	7	11	82,0	-13	-4	-13	29	-8
Nov	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
Dic	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 Ene	100,6	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2003 IV	-19	-27	-11	-8	-12	15	3	11	6	11	15
2004 I	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
II	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
III	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
IV	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2004 Ago	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	13	9	12	17
Sep	-15	-22	-9	-9	-11	16	0	11	6	9	20
Oct	-14	-23	-5	-7	-13	14	7	12	9	12	17
Nov	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
Dic	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 Ene	-14	-20	-8	-6	-8	11	1	13	12	8	17

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%, el de confianza de los servicios del 30%, el de confianza de los consumidores del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima de la media (por debajo de la media) calculado para el período transcurrido desde enero de 1985.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura 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 <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,3	15,7	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 <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,6		21,4		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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
2004	12,701	8,9	9,985	7,9	2,716	17,1	6,354	7,9	6,347	10,2
2003 IV	12,673	8,9	9,959	7,9	2,714	17,2	6,340	7,9	6,333	10,2
2004 I	12,748	9,0	10,051	8,0	2,697	17,0	6,341	7,9	6,407	10,3
II	12,609	8,8	9,877	7,8	2,733	17,2	6,335	7,9	6,274	10,1
III	12,644	8,9	9,910	7,8	2,734	17,2	6,347	7,9	6,297	10,1
IV	12,641	8,8	9,900	7,8	2,741	17,3	6,345	7,9	6,296	10,1
2004 Jul	12,624	8,8	9,900	7,8	2,724	17,2	6,337	7,9	6,288	10,1
Ago	12,653	8,9	9,914	7,8	2,739	17,2	6,351	7,9	6,302	10,1
Sep	12,656	8,9	9,916	7,8	2,740	17,2	6,354	7,9	6,302	10,1
Oct	12,622	8,8	9,888	7,8	2,734	17,2	6,340	7,9	6,282	10,1
Nov	12,636	8,8	9,897	7,8	2,739	17,2	6,341	7,9	6,295	10,1
Dic	12,664	8,9	9,916	7,8	2,748	17,3	6,354	7,9	6,310	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) Ocupados en el año 2003, parados en el año 2004.
- 3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



# FINANZAS PÚBLICAS

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	Total	Impuest. directos			Impuest. indirectos		Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleados		Ventas	Impuest. sobre el capital					
		Hogares	Empresas	Hogares	Empresas	Empleados			Asalariados								
	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

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
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 (+)<sup>5)</sup>

	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 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,4	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	Emisor por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,0	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 (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>											Otros <sup>11)</sup>	
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio		Otras variaciones en volumen
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>10)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4
2000	1,0	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 trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,1	43,6	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	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subven- ciones	Inversión			Transf. de capital
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 financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-11,0	73,4	-0,3	-32,6	-51,5	6,5	-4,6	-45,5	-118,1	66,1	-0,8	-10,5	17,8	50,1
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2003 III	11,5	36,9	4,4	-10,0	-19,8	2,7	14,2	-12,6	-22,1	-60,3	-4,5	72,3	2,0	-1,6
IV	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 II	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	5,8	31,5	9,6	-18,9	-16,4	4,0	9,9	-0,2	-12,9	21,7	-0,4	-5,7	-2,8	-9,7
III	9,9	24,6	8,1	-5,1	-17,6	4,1	14,0	-4,1	5,3	3,6	-4,4	-11,9	3,4	-9,9
2003 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	9,8	1,8	-7,8	-4,0	0,8	0,6	-17,5	-1,9	-7,6	-1,1	-4,3	-2,7	17,0
May	1,6	10,2	4,0	-6,6	-5,8	2,3	4,0	11,4	0,0	-0,5	-0,8	12,1	0,7	-15,4
Jun	4,4	11,6	3,8	-4,4	-6,5	0,9	5,3	6,0	-11,0	29,8	1,5	-13,5	-0,8	-11,3
Jul	4,6	13,8	3,0	-6,0	-6,2	1,4	6,0	-18,1	-4,5	-41,4	-0,8	28,5	0,2	12,1
Ago	3,8	5,8	2,2	1,0	-5,2	1,6	5,4	5,1	7,3	1,1	-6,4	-0,6	3,7	-10,5
Sep	1,5	5,0	2,9	-0,2	-6,2	1,1	2,6	8,9	2,5	43,9	2,8	-39,8	-0,5	-11,5
Oct	1,2	7,7	2,4	-3,3	-5,6	0,6	1,8	-21,5	-11,6	6,2	-3,3	-13,8	0,9	19,7
Nov	3,2	6,1	0,4	1,4	-4,6	1,0	4,2	30,5	-0,1	-10,5	1,2	39,9	-0,1	-34,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2004 Nov	39,9	106,9	22,9	-35,9	-54,0	18,4	58,3	-30,1	-51,9	-9,4	-6,6	19,6	18,1	-28,2

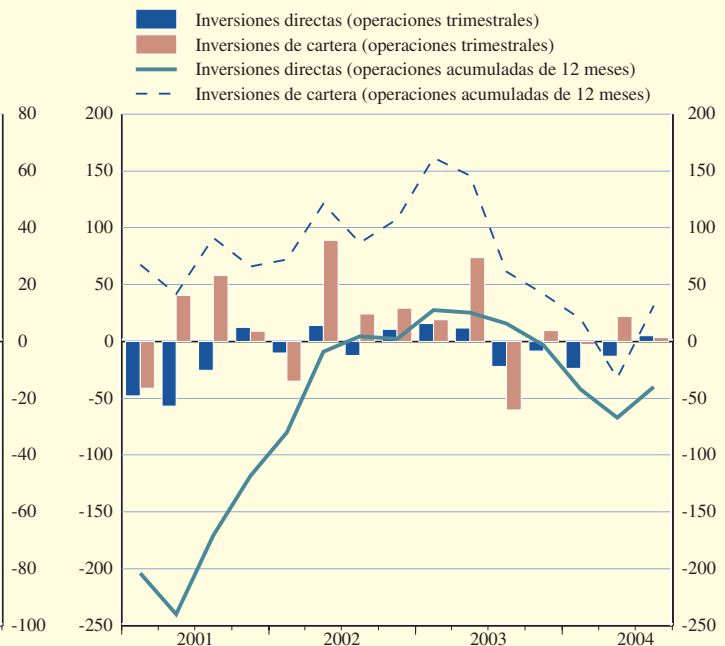
### C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.



## 7.1 Balanza de pagos

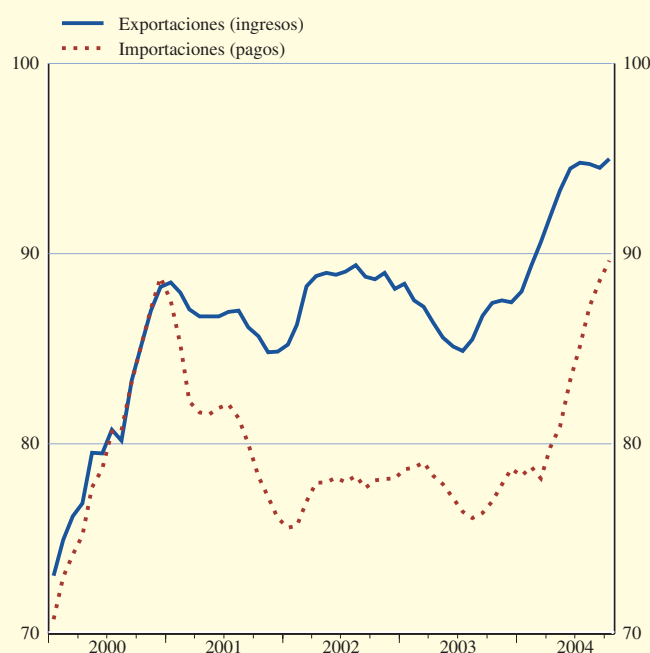
(mm de euros; operaciones)

### 2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Tranferencias 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	454,2	448,4	5,8	285,7	254,2	88,8	79,2	64,2	83,1	15,5	31,9	5,3	1,3
III	448,8	438,9	9,9	280,5	255,9	94,6	86,5	57,9	63,0	15,9	33,5	5,6	1,5
2004 Sep	151,9	150,4	1,5	95,8	90,8	30,9	28,0	20,0	20,2	5,1	11,4	1,7	0,6
Oct	152,1	150,9	1,2	100,1	92,4	29,1	26,7	18,8	22,0	4,2	9,8	1,0	0,4
Nov	151,9	148,7	3,2	101,3	95,2	26,4	26,0	18,7	17,3	5,5	10,1	1,4	0,4
	Datos desestacionalizados												
2003 III	418,7	412,0	6,7	260,7	228,9	80,9	78,0	58,1	68,4	19,0	36,7	-	-
IV	423,7	413,8	9,8	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,3	32,8	-	-
2004 I	434,8	419,3	15,5	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	36,0	-	-
II	453,2	438,0	15,3	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,5	32,1	-	-
III	452,1	448,5	3,6	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	19,8	34,7	-	-
2004 Mar	144,9	139,8	5,1	89,7	77,8	27,7	26,3	20,5	23,5	6,9	12,1	-	-
Abr	150,5	142,3	8,2	93,9	82,4	28,9	27,0	21,0	24,0	6,6	8,9	-	-
May	151,3	146,5	4,7	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,7	-	-
Jun	151,5	149,1	2,4	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,6	-	-
Jul	149,6	147,3	2,3	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	-	-
Ago	151,7	149,8	1,9	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,8	-	-
Sep	150,8	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	-	-
Oct	151,6	150,3	1,4	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,6	-	-
Nov	150,0	149,5	0,4	95,8	90,0	27,6	26,9	20,2	22,1	6,4	10,6	-	-

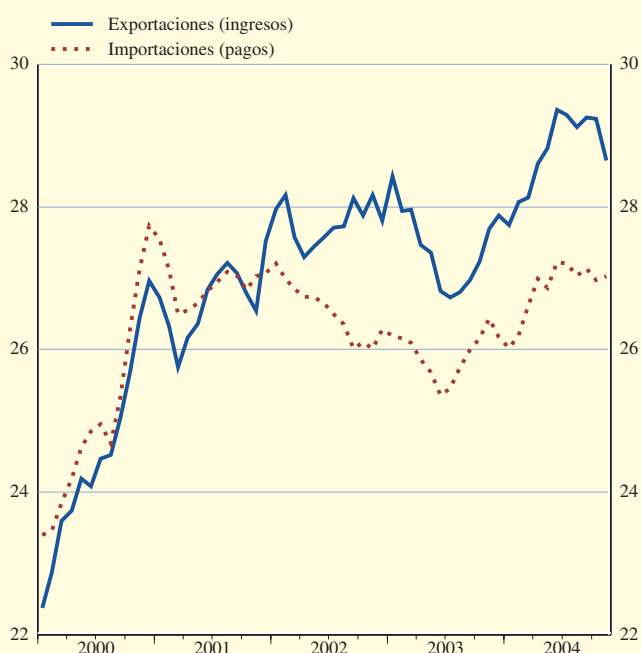
### C28 Bienes

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



### C29 Servicios

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



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

### 3. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión											
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Acciones y particip.		Valores dist. de acciones		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	14,7	6,0	256,0	297,3	43,4	38,8	10,4	10,1	18,0	45,1	67,1	72,0	117,1	131,5
2002	14,8	6,2	224,8	271,9	47,2	48,7	8,2	7,1	19,8	52,3	66,2	70,4	83,4	93,4
2003	14,7	6,2	212,9	266,2	48,9	53,4	10,6	9,7	19,0	49,8	64,7	77,4	69,8	76,0
2003 III	3,7	1,7	51,6	63,6	11,7	14,4	2,4	1,8	4,6	10,3	16,7	20,5	16,1	16,6
IV	3,9	1,6	54,1	62,6	13,7	13,0	3,1	3,2	4,7	9,7	16,8	17,2	15,8	19,6
2004 I	3,7	1,3	53,0	63,3	12,0	12,6	3,1	2,4	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6
II	3,7	1,6	60,5	81,5	18,0	17,4	3,0	2,5	8,5	26,5	15,9	17,7	15,1	17,3
III	3,8	1,8	54,1	61,3	14,1	13,1	2,6	2,3	6,8	12,8	16,0	17,0	14,5	16,1

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	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
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	-28,6	-24,9	-3,6	-21,3	-3,7	0,0	-3,7	15,6	11,1	0,6	10,5	4,5	0,8	3,8
III	-12,2	-22,4	-1,1	-21,3	10,1	0,0	10,1	17,5	15,8	1,5	14,3	1,7	0,4	1,3
2003 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	-15,1	-7,3	-0,4	-6,9	-7,8	0,1	-7,9	13,2	8,3	0,2	8,1	4,9	0,0	4,8
May	-2,3	-5,7	0,0	-5,7	3,5	0,0	3,5	2,2	3,4	0,3	3,1	-1,2	0,3	-1,5
Jun	-11,2	-11,9	-3,2	-8,7	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,8	0,4	0,5
Jul	-17,5	-14,7	0,1	-14,8	-2,8	0,0	-2,8	13,0	11,2	0,2	11,1	1,7	-0,1	1,8
Ago	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,2	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9
Sep	-5,1	-1,8	-1,3	-0,5	-3,3	0,0	-3,3	7,5	6,7	1,0	5,7	0,9	0,5	0,4
Oct	-25,5	-15,6	0,2	-15,7	-9,9	0,0	-9,9	13,9	4,9	0,2	4,7	9,0	0,0	9,0
Nov	-11,9	-13,4	-13,0	-0,4	1,6	0,1	1,5	11,7	5,6	0,1	5,5	6,1	0,4	5,8

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 5. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema		IFM excluido	No IFM		Activos		Pasivos	Activos			Pasivos	Eurosistema		IFM excluido
	Eurosistema	Eurosistema	AAPP	Otros sectores	Eurosistema	IFM excluido	No IFM		Eurosistema	IFM excluido	No IFM		Eurosistema	IFM excluido	AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	232,5	0,2	-67,1	-89,6	-1,2	113,3	-2,4	-40,7	17,3	-0,1	4,1
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	85,5	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	157,2	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	41,9
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	117,5	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	188,7	0,2	-41,3	11,2	0,4	12,4
2003 III	-0,1	-6,2	-12,3	-0,8	27,3	-1,4	-8,4	-33,3	-0,4	-9,9	0,1	-1,0	-3,6	-0,1	-11,6
2003 IV	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	45,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	33,4	-0,2	-13,1	1,3	1,3	-5,6
2004 I	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	24,5	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	42,1	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	22,7
2004 II	0,0	-12,4	-3,6	-0,7	-4,8	0,3	-10,7	-17,8	-0,2	80,2	0,1	-5,0	-3,4	-2,4	-1,0
2004 III	0,0	-2,5	-3,0	-0,6	38,9	0,7	-23,0	-15,2	-0,2	33,5	0,0	-14,7	-3,5	-0,6	-7,4
2003 Nov	0,0	1,4	-5,0	-	11,1	0,0	-8,4	-7,4	-	12,5	-0,1	-2,7	1,1	-	-0,6
2003 Dic	0,0	-0,3	-6,9	-	12,0	0,0	2,8	-1,6	-	-5,7	0,0	-6,4	2,3	-	-23,5
2004 Ene	0,0	-3,4	-6,8	-	1,5	0,0	-13,0	-6,3	-	25,8	0,1	-15,5	-2,3	-	10,7
2004 Feb	0,1	-3,1	-6,7	-	20,5	0,0	-1,6	-1,4	-	11,0	-0,2	-5,5	-0,4	-	0,8
2004 Mar	0,0	0,5	-11,4	-	2,5	-0,4	-11,6	-12,5	-	5,3	0,0	10,4	-1,1	-	11,2
2004 Abr	0,0	-1,0	2,6	-	-20,1	0,2	-2,8	-5,8	-	38,0	0,0	-15,3	-3,9	-	0,5
2004 May	0,0	-1,8	0,5	-	0,8	0,1	-7,3	-7,4	-	15,3	-0,2	2,6	0,7	-	-3,8
2004 Jun	0,0	-9,7	-6,8	-	14,4	0,0	-0,5	-4,6	-	26,9	0,3	7,6	-0,3	-	2,3
2004 Jul	0,0	-8,9	0,2	-	10,6	-0,3	-12,9	0,8	-	-11,3	0,3	-19,1	2,0	-	-2,7
2004 Ago	0,0	-4,2	-7,3	-	15,7	0,4	-12,0	-0,4	-	6,2	-0,2	-3,5	-0,9	-	7,3
2004 Sep	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,6	-	38,5	-0,1	7,9	-4,6	-	-12,0
2004 Oct	0,0	-2,9	-3,3	-	16,3	0,3	-13,6	-5,1	-	15,6	-0,1	1,2	-3,9	-	1,8
2004 Nov	0,0	-10,8	-6,2	-	21,0	0,4	-9,9	-6,6	-	18,8	0,2	-13,2	0,9	-	-5,0

### 6. 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				
	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
2003 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
2004 II	-23,8	18,1	0,9	1,6	-4,8	-4,7	3,1	-5,5	22,3	-2,4	6,8	-3,1	15,5	-14,4	4,5	-8,8
2004 III	-19,9	7,9	-1,5	3,2	0,4	-0,2	2,2	-24,1	6,6	-7,8	-5,7	-16,3	12,3	5,4	-10,3	-4,1
2003 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
2003 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
2004 Feb	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
2004 Mar	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
2004 Abr	-52,5	48,3	0,6	0,6	-1,4	-1,2	-0,3	-50,5	54,3	-6,3	0,4	-44,1	53,9	-1,2	3,0	-6,4
2004 May	10,3	1,8	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-7,0	4,5	-8,8
2004 Jun	18,5	-32,0	0,5	1,3	-3,2	-3,5	2,9	27,4	-42,5	0,4	2,7	27,0	-45,2	-6,2	-3,1	6,4
2004 Jul	55,7	-27,3	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,0	-12,7	3,1	-7,8	42,9	-4,9	10,3	1,7	-15,7
2004 Ago	-32,2	31,6	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,4	18,9	-5,8	2,4	-25,6	16,5	-0,4	-2,3	12,5
2004 Sep	-43,4	3,7	-1,0	1,5	0,9	0,7	2,6	-38,7	0,4	-5,2	-0,2	-33,5	0,6	-4,6	-9,7	-0,9
2004 Oct	-15,2	1,4	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-7,4	-1,8	0,8
2004 Nov	-67,1	107,1	0,5	2,0	-0,8	-0,7	-0,4	-60,1	97,0	-0,9	2,9	-59,3	94,1	-6,6	0,1	8,5

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Otras inversiones por sector e 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 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	-4,4	0,4	-4,7	-0,5	0,0	2,8	0,2
III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,0	2,1	0,1

	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	-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 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	-4,8	-0,6	22,3	0,0	-3,2	-10,3	-14,7	4,5	-0,9	1,6	-8,4	-2,0
III	-22,4	-1,7	5,1	1,5	1,8	4,4	14,7	-10,3	-0,8	0,0	-6,6	2,5

### 8. 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 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	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
III	3,4	0,0	-0,1	1,5	2,0	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

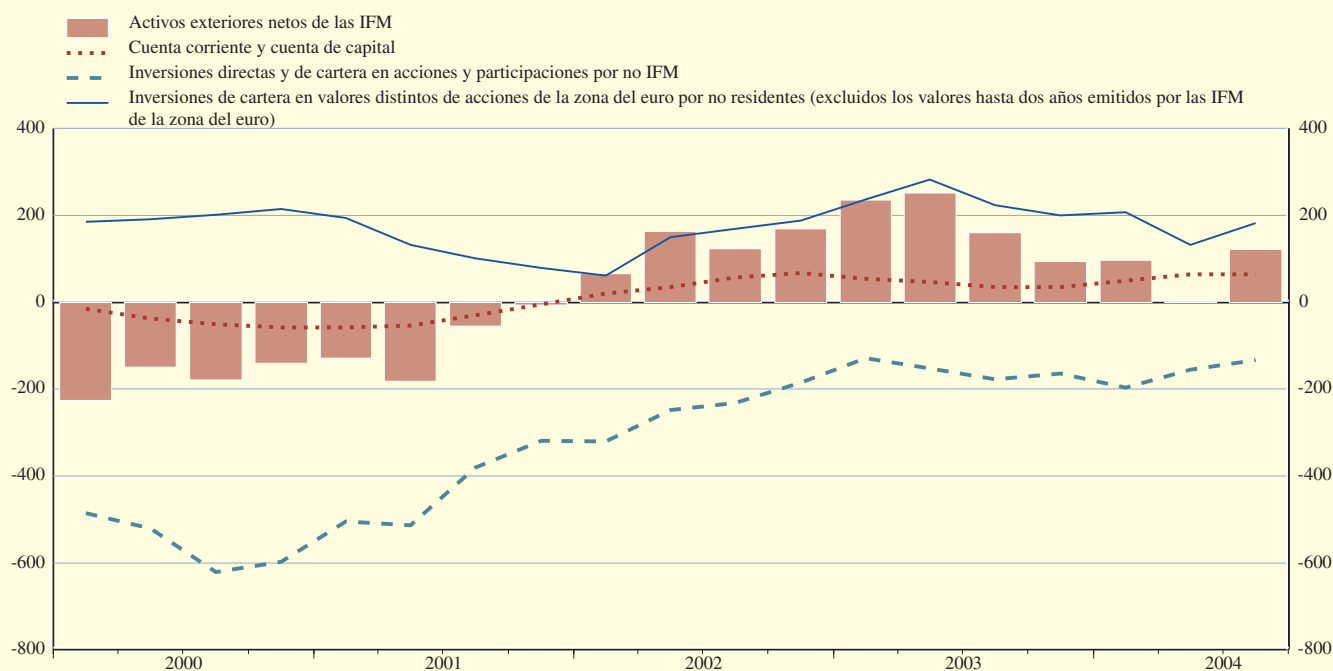
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>						
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	93,5
2003 III	14,2	-34,5	14,4	-49,2	29,7	-13,4	2,0	-16,1	-4,5	-1,6	-59,1	-56,6
IV	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,5	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,5	20,3
2004 I	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,4	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,2	37,6
II	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,1	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,5
III	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,0
2003 Nov	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,9	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,6	18,3
Dic	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,3	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,2	-9,5
2004 Ene	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,6	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,6	22,2
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	6,9
Abr	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	6,2
May	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,0
Jun	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,1	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,5	14,3
Jul	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,4	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,2	-0,8
Ago	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,4	14,5	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,0	30,1
Sep	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,1	35,8	-3,7	1,7	2,8	-11,5	31,0	34,7
Oct	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,4	-5,4	1,1	-3,3	14,7	19,1	19,6
Nov	4,2	1,1	11,3	-11,9	25,0	11,2	-7,5	8,1	1,2	-34,7	8,1	9,5
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2004 Nov	58,3	-104,5	73,4	-126,0	94,3	158,4	-44,2	25,4	-6,6	-28,2	100,3	121,7

## C30 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 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y posición de inversión internacional

(mm de euros)

### 1. Balanza de pagos: cuenta corriente y cuenta de capital

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE					
IV 2003 a III 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.767,5	654,5	35,3	57,3	354,5	148,9	58,5	23,2	46,9	121,0	298,9	623,1
Bienes	1.104,1	383,6	24,3	39,7	197,2	122,2	0,2	14,1	32,5	62,1	167,3	444,5
Servicios	344,4	126,3	6,9	9,8	89,7	15,7	4,3	4,2	9,9	34,4	69,7	99,8
Renta	236,7	83,9	3,8	7,3	58,2	9,8	4,8	4,4	4,1	18,9	54,8	70,5
de la cual: rentas de la inversión	221,6	79,3	3,7	7,2	56,9	9,7	1,8	4,3	4,1	12,7	53,0	68,3
Tranferencias corrientes	82,3	60,6	0,4	0,5	9,4	1,2	49,2	0,4	0,3	5,6	7,1	8,3
<b>Cuenta de capital</b>	25,3	22,8	0,0	0,0	0,6	0,1	22,1	0,0	0,0	0,4	1,2	0,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.722,3	584,2	33,3	54,4	287,9	126,8	81,7	18,2	81,2	115,6	255,0	668,1
Bienes	989,6	301,4	23,5	37,3	137,9	102,7	0,0	8,5	50,3	50,2	107,2	472,0
Servicios	321,6	99,4	6,1	7,7	66,9	18,5	0,2	4,6	7,0	28,3	74,0	108,4
Renta	275,0	94,9	3,4	8,7	75,2	4,0	3,6	3,6	23,6	32,2	64,2	56,5
de la cual: rentas de la inversión	268,7	91,7	3,4	8,6	74,3	2,0	3,6	3,5	23,5	31,7	63,4	55,0
Tranferencias corrientes	136,1	88,5	0,3	0,7	7,9	1,5	78,0	1,5	0,3	5,0	9,6	31,2
<b>Cuenta de capital</b>	6,2	1,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	45,3	70,3	2,0	2,9	66,5	22,2	-23,2	5,0	-34,4	5,4	43,9	-45,0
Bienes	114,6	82,2	0,8	2,4	59,3	19,5	0,2	5,7	-17,8	11,8	60,1	-27,4
Servicios	22,8	26,9	0,8	2,0	22,8	-2,8	4,1	-0,4	2,9	6,1	-4,2	-8,6
Renta	-38,3	-10,9	0,4	-1,3	-17,0	5,8	1,2	0,8	-19,5	-13,3	-9,4	13,9
de la cual: rentas de la inversión	-47,1	-12,5	0,3	-1,4	-17,4	7,7	-1,7	0,9	-19,4	-19,0	-10,3	13,3
Tranferencias corrientes	-53,8	-27,9	0,0	-0,2	1,4	-0,3	-28,8	-1,1	-0,1	0,6	-2,5	-22,8
<b>Cuenta de capital</b>	19,2	21,8	0,0	0,0	0,3	-0,1	21,7	0,0	0,0	0,2	0,8	-3,6

### 2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extraterritoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
IV 2003 a III 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-39,9	-31,4	0,9	-1,9	-29,0	-1,5	0,1	4,7	-6,4	14,8	10,4	-5,7	-26,3
En el exterior	-100,2	-48,3	-0,7	-5,8	-38,8	-3,1	0,0	1,2	-9,1	4,0	-0,5	-19,6	-28,0
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-87,8	-38,2	-2,1	-6,2	-22,6	-7,3	0,0	0,8	-5,2	3,1	-18,7	-12,9	-16,7
Otro capital	-12,3	-10,1	1,5	0,4	-16,2	4,2	0,0	0,4	-3,8	1,0	18,2	-6,7	-11,3
En la zona del euro	60,2	16,9	1,6	3,9	9,8	1,6	0,1	3,4	2,7	10,8	10,9	13,9	1,7
Acc. y particip/ beneficios reinv.	74,6	37,0	1,5	1,9	33,2	0,3	0,1	2,8	1,9	9,6	13,1	10,6	-0,4
Otro capital	-14,4	-20,0	0,1	2,0	-23,4	1,3	0,0	0,6	0,7	1,2	-2,2	3,3	2,1

Fuente: BCE.

### 7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional

(mm de euros)

#### 3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE						
IV 2003 a III 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-270,3	-102,4	-0,4	-9,8	-73,8	-12,9	-5,5	-7,1	-36,1	-0,3	-60,3	-20,2	-44,0
Acciones y participaciones	-77,9	-8,5	2,1	-1,4	-7,8	-1,1	-0,1	-2,4	-17,7	0,6	-16,6	-13,0	-20,4
Valores distintos de acciones	-192,4	-93,9	-2,5	-8,4	-66,0	-11,8	-5,3	-4,7	-18,4	-0,9	-43,6	-7,2	-23,6
Bonos y obligaciones	-139,2	-69,1	-0,3	-5,6	-48,1	-9,3	-5,7	-4,4	-7,6	-0,8	-38,4	2,5	-21,5
Inst. del mercado monetario	-53,2	-24,9	-2,1	-2,8	-17,8	-2,4	0,3	-0,3	-10,8	-0,1	-5,3	-9,6	-2,1

#### 4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizac. internac.	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
IV 2003 a III 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Otras inversiones</b>	-37,1	-76,5	-0,3	-15,6	-69,2	-0,6	9,2	0,6	8,5	2,6	36,3	-43,8	2,2	33,0
Activos	-304,7	-239,4	-7,8	-17,4	-202,2	-12,3	0,3	-0,9	-1,1	-2,3	-18,4	-36,5	-4,0	-2,1
AAPP	-1,9	-2,5	0,0	0,0	-2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	-1,6	1,7
IFM	-259,0	-199,7	-5,8	-13,7	-168,5	-12,2	0,4	-0,2	-2,6	-0,6	-29,7	-19,3	-2,2	-4,5
Otros sectores	-43,9	-37,2	-2,0	-3,7	-31,1	-0,3	-0,1	-0,6	1,5	-1,8	10,8	-17,1	-0,1	0,7
Pasivos	267,6	162,9	7,5	1,8	133,0	11,7	8,9	1,5	9,6	4,9	54,7	-7,3	6,2	35,1
AAPP	-5,7	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	0,0	-0,7	-0,5	0,7	0,0	0,2	0,7
IFM	244,2	158,1	7,4	0,5	129,5	9,8	11,0	1,1	7,1	1,0	40,3	-6,2	6,2	36,5
Otros sectores	29,1	10,8	0,1	1,2	3,5	1,9	4,0	0,4	3,2	4,5	13,7	-1,2	-0,2	-2,1

#### 5. Posición de inversión internacional

(saldo vivos a fin de periodo)

	Total	Unión Europea (fuera de la zona del euro)						Canadá	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizac. internac.	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE							
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Inversiones directas</b>	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
En el exterior	2.110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Otro capital	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
En la zona del euro	2.030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Acc. y partic./beneficios reinv.	1.474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Otro capital	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	2.607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Acciones y participaciones	1.054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Valores distintos de acciones	1.552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Bonos y obligaciones	1.317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Inst. del mercado monetario	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
<b>Otras inversiones</b>	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Activos	2.587,3	1.240,7	49,9	49,1	1.064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
AAPP	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
IFM	1.768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Otros sectores	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Pasivos	2.902,1	1.317,2	16,3	31,0	1.041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
AAPP	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
IFM	2.333,1	1.012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Otros sectores	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Fuente: BCE.

## 7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

(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
en porcentaje del total de activos							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
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	-
en porcentaje del total de pasivos							
2003	100,0	-	23,8	40,2	1,9	34,0	-

### 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

### 3. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector tenedor

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Activos					Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario				
							Activos		Pasivos	Activos				Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema		No IFM	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2000	0,5	43,6	5,7	1.105,2	1.620,1	3,1	335,3	5,7	704,4	1.372,7	0,5	87,5	0,1	36,2	167,5
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4

Fuente: BCE.



### 7.4 Posición de inversión internacional (incluido reservas internacionales)

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

#### 4. 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

#### 5. Reservas internacionales

	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 prede- terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	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	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 I	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
II	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 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
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
Dic	279,6	125,4	389,998	3,9	18,6	131,6	11,5	25,5	94,6	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-12,8
de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo																
2002	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	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 I	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
II	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 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
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
Dic	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,3

Fuente: BCE.

## 7.5 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	216,3	262,8	875,3	1.023,4	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	1.014,3	579,0	178,8	228,4	740,6	107,7	
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,3	163,3	234,1	717,0	105,2	
2003	-2,2	0,5	1.058,4	500,9	222,8	300,3	924,3	987,9	553,8	164,1	240,8	714,9	109,1	
2003 II	-5,7	-2,5	257,4	122,9	53,1	72,7	226,0	243,8	135,9	40,3	59,8	178,3	25,3	
III	-2,2	-1,0	265,3	125,8	56,5	75,5	232,9	243,6	135,7	39,9	60,4	176,9	26,8	
IV	-0,4	1,5	269,8	125,7	57,6	76,3	232,8	250,1	138,8	41,9	61,5	180,3	27,0	
2004 I	4,6	-0,3	277,4	130,6	58,5	75,7	241,1	250,6	137,1	41,4	62,1	181,8	26,1	
II	11,7	8,6	286,1	134,4	59,5	78,5	245,6	262,3	145,2	44,3	62,0	185,9	29,1	
III	8,6	13,6	288,5	136,3	60,3	78,3	249,5	276,1	154,4	44,3	63,5	193,8	35,4	
2004 Jun	16,1	15,1	95,7	44,9	19,8	26,5	81,8	88,7	49,6	14,5	20,6	61,9	10,7	
Jul	7,5	8,5	95,8	45,4	20,1	25,8	83,2	90,6	50,5	14,2	20,7	64,0	10,8	
Ago	13,0	19,7	96,5	45,9	20,0	26,3	82,9	93,3	52,1	15,1	21,5	64,8	12,1	
Sep	6,1	13,5	96,1	45,1	20,2	26,2	83,3	92,3	51,9	15,1	21,3	65,0	12,5	
Oct	2,8	6,9	96,0	45,2	20,5	25,8	82,6	92,5	51,1	15,6	21,8	65,7	12,4	
Nov	14,9	18,6	98,4	45,8	20,5	27,0	84,9	95,6	52,9	15,6	22,3	67,6	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	102,1	108,5	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	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,9	109,3	101,8	100,5	95,2	110,5	100,1	104,9	
2003 II	-1,9	2,9	106,2	104,2	103,0	111,6	107,0	101,7	100,5	94,3	109,8	100,1	104,5	
III	0,8	2,4	109,7	106,9	110,2	116,0	110,7	101,3	99,9	93,1	111,5	99,6	109,6	
IV	3,0	5,5	112,1	107,3	112,2	117,2	111,2	104,1	102,0	97,6	113,5	101,7	106,1	
2004 I	7,4	4,5	115,7	112,0	115,3	116,8	115,6	105,0	100,7	98,4	115,7	103,3	100,8	
II	11,2	5,5	117,6	113,4	116,2	119,5	116,4	106,2	101,3	104,0	115,0	104,0	99,8	
III	7,2	7,6	117,8	113,9	117,2	119,4	117,8	108,7	103,1	103,9	116,7	107,2	111,2	
2004 Jun	14,3	9,2	117,4	113,1	115,7	120,7	115,8	106,0	101,8	101,3	113,8	103,2	104,0	
Jul	6,3	2,3	117,5	113,8	117,9	117,7	118,0	107,2	101,9	98,2	113,5	105,7	105,7	
Ago	10,9	13,3	117,9	114,6	116,0	120,4	117,3	110,1	103,6	107,0	118,5	107,7	111,2	
Sep	5,2	8,0	118,1	113,4	117,7	120,2	118,1	108,9	103,8	106,6	118,2	108,1	116,6	
Oct	2,3	-0,4	118,7	113,8	120,0	119,0	118,1	108,0	99,4	110,9	122,6	109,8	102,4	
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
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	99,2	96,6	93,7	91,5	93,6	98,7	95,8	78,7	
III	-3,0	-3,3	96,5	95,6	94,8	99,1	96,2	94,0	91,9	93,9	98,2	95,5	79,7	
IV	-3,3	-3,8	96,1	95,1	95,0	99,1	95,7	93,8	92,1	94,0	98,2	95,3	82,9	
2004 I	-2,6	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,6	95,3	93,3	92,2	92,1	97,2	94,7	84,3	
II	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,7	96,1	94,9	
III	1,3	5,6	97,7	97,2	95,2	99,8	96,8	99,3	101,4	93,4	98,5	97,2	103,9	
2004 Jun	1,6	5,4	97,6	96,8	94,8	100,3	96,8	98,2	98,9	93,9	98,5	96,8	100,7	
Jul	1,1	6,0	97,7	97,1	94,6	100,1	96,7	99,1	100,6	94,8	99,2	97,7	99,9	
Ago	1,9	5,6	98,0	97,6	95,8	99,7	96,9	99,4	102,0	92,6	98,5	97,0	106,5	
Sep	0,8	5,1	97,5	96,9	95,1	99,7	96,7	99,4	101,5	92,7	98,0	97,0	105,2	
Oct	0,5	7,3	96,9	96,8	94,7	99,1	95,9	100,4	104,3	92,1	96,9	96,5	118,8	
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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

**7.5 Comercio exterior de bienes**

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

**2. Detalle por área geográfica**

	Total	Otros Estados miembros de la UE				Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	África	América Latina	Otros países
		Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Otros							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Exportaciones (f.o.b)</b>												
2000	1.002,2	189,1	39,4	23,5	97,1	63,9	172,5	34,5	153,6	56,9	47,0	124,8
2001	1.062,3	202,3	37,0	24,4	105,8	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,1
2002	1.083,7	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,3
2003	1.058,4	194,7	38,6	24,9	117,7	63,3	166,4	31,3	170,5	59,5	37,9	153,6
2003 II	257,4	47,3	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,6	9,5	36,1
III	265,3	48,3	9,8	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,3	15,1	9,1	38,6
IV	269,8	49,3	9,8	6,1	29,7	15,9	41,5	8,1	43,1	15,0	8,9	42,3
2004 I	277,4	49,1	10,0	6,1	31,3	15,5	42,5	8,4	46,6	15,2	9,6	43,2
II	286,1	50,3	10,3	6,3	31,5	16,2	43,9	8,0	47,1	15,7	9,8	46,9
III	288,5	51,7	10,5	6,4	31,0	17,1	43,3	8,4	48,5	16,7	10,2	44,5
2004 Jun	95,7	16,9	3,5	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,4	3,2	16,1
Jul	95,8	17,4	3,5	2,1	10,0	5,9	14,5	2,8	16,8	5,6	3,4	13,9
Ago	96,5	17,0	3,5	2,2	10,4	5,6	14,5	2,8	16,0	5,6	3,4	15,5
Sep	96,1	17,3	3,5	2,2	10,6	5,6	14,3	2,8	15,6	5,5	3,5	15,2
Oct	96,0	17,5	3,6	2,2	11,3	5,5	14,2	2,6	15,7	5,4	3,3	14,7
Nov	98,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>												
2003	100,0	18,4	3,7	2,3	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
<b>Importaciones (c.i.f)</b>												
2000	1.023,4	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	132,9
2001	1.014,3	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,1	74,0	40,9	140,2
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	987,9	138,8	36,9	23,7	102,1	50,4	110,3	52,1	215,9	68,9	39,7	149,0
2003 II	243,8	34,3	9,1	5,9	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,7	35,6
III	243,6	33,8	9,1	5,8	25,4	12,4	27,3	12,6	53,2	17,0	9,7	37,3
IV	250,1	34,4	9,4	5,9	26,8	12,4	26,6	12,9	56,4	16,5	10,5	38,3
2004 I	250,6	33,6	9,3	6,0	27,0	12,7	26,2	13,4	55,4	16,4	10,6	40,0
II	262,3	34,3	9,7	5,8	26,2	13,2	29,9	12,8	63,0	16,9	10,8	39,6
III	276,1	37,2	10,1	6,1	26,9	13,6	28,6	13,6	66,4	18,7	11,4	43,4
2004 Jun	88,7	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,7	6,2	3,6	13,8
Jul	90,6	12,3	3,3	2,0	8,7	4,5	9,6	4,6	21,5	6,1	3,7	14,3
Ago	93,3	12,7	3,4	2,0	9,0	4,5	9,6	4,6	23,0	6,3	3,8	14,3
Sep	92,3	12,2	3,3	2,1	9,1	4,6	9,5	4,5	21,9	6,3	3,8	14,8
Oct	92,5	12,1	3,3	2,0	9,9	4,6	9,4	4,3	21,1	6,6	3,8	15,3
Nov	95,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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
<b>Saldo</b>												
2000	-21,3	29,5	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,4	-16,9	6,7	-8,1
2001	48,0	47,8	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,6	8,9	-4,1
2002	99,2	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,8
2003	70,5	55,9	1,7	1,1	15,6	12,9	56,1	-20,9	-45,4	-9,4	-1,8	4,6
2003 II	13,6	12,9	0,4	0,2	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,3	-0,2	0,5
III	21,7	14,5	0,6	0,5	4,8	2,9	14,3	-4,8	-9,8	-2,0	-0,6	1,3
IV	19,7	14,9	0,5	0,2	2,8	3,5	14,9	-4,8	-13,3	-1,4	-1,6	4,1
2004 I	26,8	15,5	0,7	0,2	4,3	2,8	16,3	-5,0	-8,9	-1,2	-1,1	3,2
II	23,9	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,0	-4,8	-15,8	-1,2	-1,0	7,3
III	12,3	14,5	0,4	0,3	4,1	3,5	14,7	-5,3	-17,9	-2,0	-1,2	1,2
2004 Jun	6,9	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-5,9	-0,8	-0,4	2,3
Jul	5,3	5,1	0,2	0,1	1,3	1,4	4,9	-1,8	-4,7	-0,5	-0,4	-0,4
Ago	3,2	4,3	0,1	0,1	1,4	1,1	4,9	-1,8	-6,9	-0,7	-0,4	1,2
Sep	3,8	5,1	0,2	0,1	1,4	1,0	4,8	-1,7	-6,3	-0,8	-0,4	0,3
Oct	3,5	5,5	0,2	0,1	1,4	0,9	4,8	-1,7	-5,4	-1,3	-0,5	-0,6
Nov	2,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

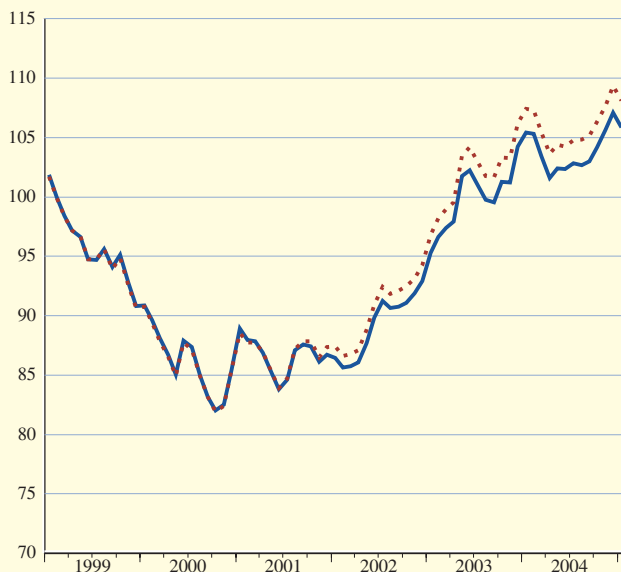
(medias del periodo; índice 1999 I=100)

	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	90,3	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	104,5	105,3	101,4	101,7	110,1	104,5
IV	105,7	107,8	106,8	.	.	.	113,0	107,1
2004 Ene	105,4	107,4	107,0	-	-	-	112,5	106,9
Feb	105,3	107,3	106,9	-	-	-	112,3	106,7
Mar	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7
Abr	101,6	103,7	103,2	-	-	-	108,3	103,0
May	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,1
Jun	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0
Jul	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,4
Ago	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,4
Sep	103,0	105,2	104,6	-	-	-	110,3	104,7
Oct	104,2	106,3	105,5	-	-	-	111,5	105,8
Nov	105,6	107,6	106,6	-	-	-	113,1	107,0
Dic	107,1	109,3	108,2	-	-	-	114,4	108,4
2005 Ene	105,8	108,1	106,9	-	-	-	112,9	107,0
	<i>% de variación sobre mes anterior</i>							
2005 Ene	-1,2	-1,1	-1,2	-	-	-	-1,3	-1,3
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2005 Ene	0,4	0,7	-0,1	-	-	-	0,4	0,1

### C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

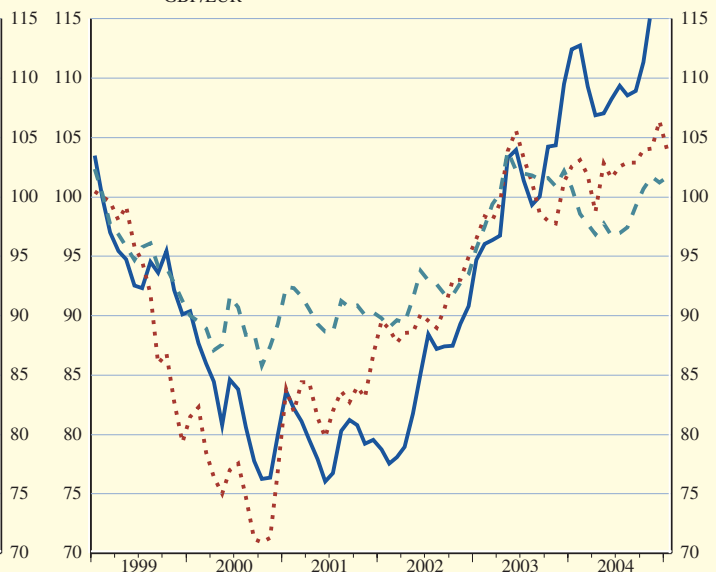
— TCE-23 nominal  
 ..... TCE-23 real deflactado por el IPC



### C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estadounidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozelandés	Rand sudafricano
	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
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
2005 Ene	1,3119	0,69867	135,63	1,5469	9,0476	1.362,01	10,2269	7,4405	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147	82,12	1,8620	7,8386
	% variación sobre mes anterior														
2005 Ene	-2,2	0,5	-2,5	0,7	0,7	-3,3	-1,9	0,1	-2,3	-1,7	-0,1	-1,8	-2,2	-0,6	2,0
	% variación sobre año anterior														
2005 Ene	4,0	0,9	1,1	-1,2	-1,0	-8,7	4,4	-0,1	0,4	-1,7	-4,4	4,7	-6,4	-0,7	-10,7

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Nueva Lira turca <sup>1)</sup>
	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	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1,694,851
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
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
2005 Ene	0,58170	30,304	15,6466	246,48	3,4528	0,6963	0,4322	4,0794	239,7719	38,573	1,9559	38,168	1,7784
	% variación sobre mes anterior												
2005 Ene	0,5	-1,1	0,0	0,3	0,0	0,9	-0,1	-1,4	0,0	-0,8	0,0	-1,4	-
	% variación sobre año anterior												
2005 Ene	-0,8	-7,4	0,0	-6,7	0,0	3,8	0,5	-13,4	1,0	-5,3	0,0	-7,1	-

Fuente: BCE.

1) Los datos anteriores a enero del 2005 corresponden a la Lira turca; 1.000.000 de Liras turcas equivalen a 1 nueva Lira turca



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IAPC</b>													
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	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
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
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
IV	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
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
Sep	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
Oct	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
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
Dic	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2001	-5,9	2,1	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,8	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,6	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,0	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>													
2004 Jul	5,11	4,62	-	6,58	4,89	4,58	8,47	4,65	7,44	4,65	5,03	4,57	5,14
Ago	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
Sep	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
Oct	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
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
Dic	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>													
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
Ago	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
Sep	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
Oct	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
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
Dic	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
<b>PIB real</b>													
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	6,6	4,0	2,1	6,9	3,9	5,4	2,7	3,0
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
III	3,6	1,9	5,9	3,5	9,1	6,2	4,0	1,4	4,8	4,9	5,3	3,7	3,1
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
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
II	-5,2	3,5	-17,9	-11,1	-16,7	-10,7	-9,0	-4,7	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
III	-7,2	2,4	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	-3,4	8,8	-2,6
<b>Costes laborales unitarios</b>													
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	-	-	.	-	-	.	-	5,2	-0,2	3,4
II	.	1,0	4,8	-	-	.	-	-	.	-	5,4	.	3,1
III	.	1,8	5,2	-	-	.	-	-	.	-	.	.	0,9
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,8	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	.	18,8	6,0	18,0	6,3	.
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
III	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
IV	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,7	6,1	.	18,4	5,8	17,2	6,4	.
2004 Sep	8,3	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,7	6,6	4,5
Oct	8,3	5,2	8,5	5,1	9,7	10,0	6,0	7,0	18,6	5,9	17,5	6,2	4,6
Nov	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	6,9	18,4	5,8	17,2	6,4	.
Dic	8,3	5,1	8,3	5,5	9,6	9,4	6,2	.	18,3	5,8	16,9	6,4	.
2005 Ene	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

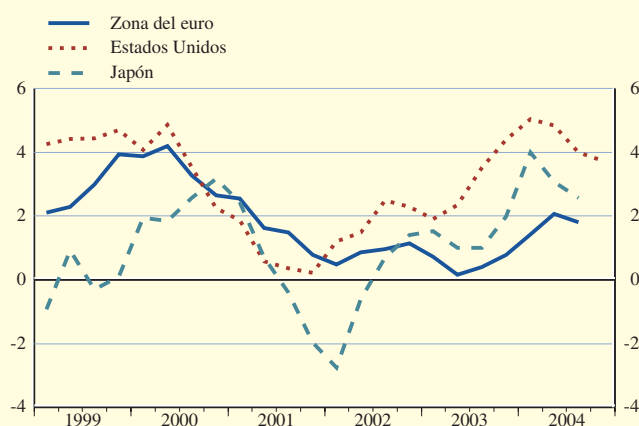
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	2,7	.	4,4	4,8	5,5	5,2	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	4,4	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
II	2,9	-2,0	4,8	5,6	5,6	5,7	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	3,3	.	3,7	5,0	5,4	5,6	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 Sep	2,5	-	-	4,7	5,4	5,2	1,90	4,13	1,2218	-	-
Oct.	3,2	-	-	5,5	5,5	5,2	2,08	4,08	1,2490	-	-
Nov	3,5	-	-	4,4	5,4	5,6	2,31	4,19	1,2991	-	-
Dic	3,3	-	-	5,1	5,4	6,1	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Ene	.	-	-	.	.	.	2,66	4,21	1,3119	-	-
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	0,0	.	.	5,5	4,7	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	0,5	.	.	1,7	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 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	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
Dic	0,2	.	-	1,4	4,4	2,1	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Ene	.	.	-	.	.	.	0,05	1,37	135,63	-	-

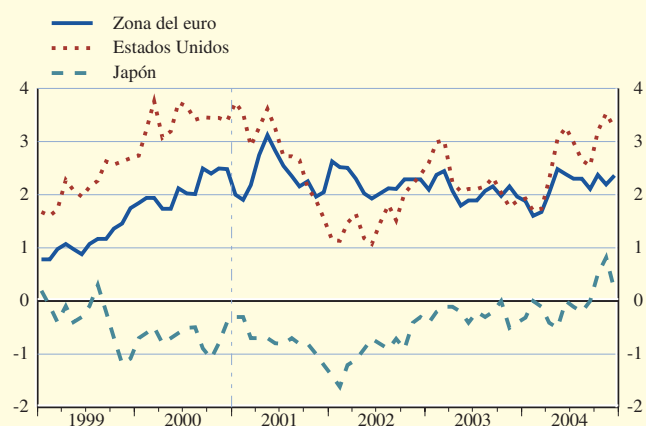
### C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C34 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).

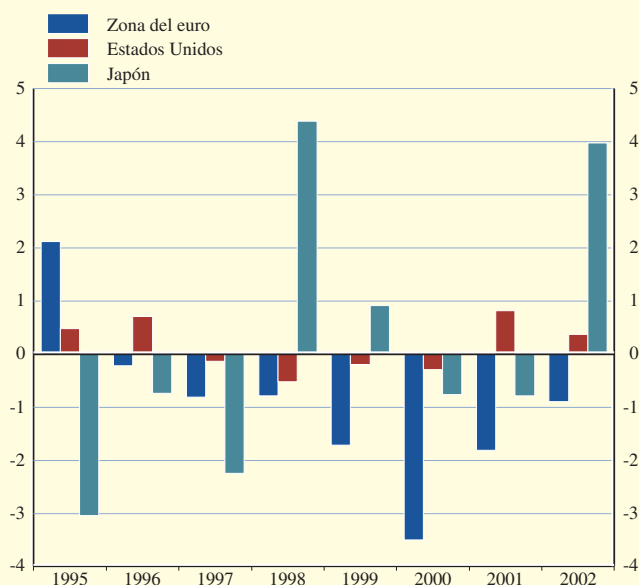
## 9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,3	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	25,6	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	.	.	.	3,2	16,0	-5,2	-0,2	.	-1,2	9,2	-0,8
2002 IV	24,0	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 I	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
II	23,6	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
III	25,7	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
IV	27,8	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 I	30,7	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

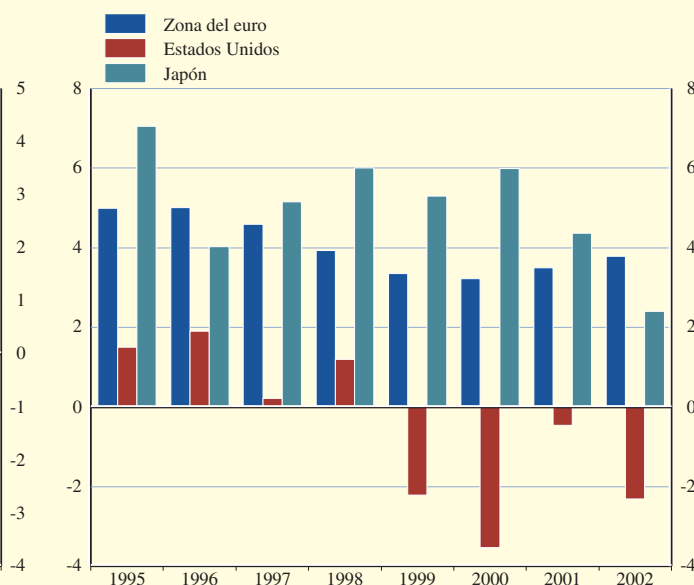
### C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



### C36 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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





## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S30
C14	Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S33
C16	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S35
C18	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S36
C19	Nuevos depósitos a plazo	S38
C20	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S38
C21	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S39
C22	Tipos a tres meses del mercado monetario	S39
C23	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S40
C25	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S41
C26	Cuenta corriente	S54
C27	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C28	Bienes	S55
C29	Servicios	S55
C30	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S59
C31	Tipos de cambio efectivo	S66
C32	Tipos de cambio bilaterales	S66
C33	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C34	Índices de precios de consumo	S69
C35	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C36	Capacidad de financiación de los hogares	S70



## 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](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>.

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «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 tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

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

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

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

## RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

## 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 laborables». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los pagos de las transferencias corrientes 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](mailto:statistics@ecb.int)

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de febrero 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 Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios, y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionali-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.



zar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo a superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

En la sección 3.3 figuran datos trimestrales sobre las cuentas financieras de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (S.125 del SEC 95) de la zona del euro. Al igual que en las secciones 3.1 y 3.2, los datos incluyen los saldos vivos sin desestacionalizar y las operaciones financieras, y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

Los datos trimestrales de estas tres secciones se basan en datos de las cuentas financieras nacionales trimestrales y en las estadísticas de emisión de valores y del balance de las IFM. Las secciones 3.1 y 3.2 también hacen referencia a datos de las estadísticas bancarias internacionales del BPI. Si bien todos los países de la zona del euro contribuyen a las estadísticas relativas al balance de las IFM y a las emisiones de valores, hasta la fecha Irlanda y Luxemburgo no proporcionan datos trimestrales sobre las cuentas financieras nacionales.

En la sección 3.4 se presentan datos anuales sobre ahorro, inversión (financiera y no financiera) y financiación para el conjunto de la zona del euro y, por separado, para las sociedades no financieras y los hogares. Estos datos anuales, que son compatibles con los datos trimestrales de las dos secciones anteriores, ofrecen, en particular, información más completa, por sectores, sobre las adquisiciones de activos financieros.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hubieran adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en la que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. 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 in-

cluyen 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 las variaciones 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 y las emisiones netas de todos los valores distintos de acciones (es decir, valores de renta fija) emitidos por los residentes en la zona del euro. En las columnas 9 a 11 figuran el porcentaje de saldos vivos, emisiones brutas y amortizaciones de valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro. La columna 12 muestra las emisiones netas denominadas en euros por residentes en la zona del euro.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos relativos a los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que se presentan en la columna 2 del cuadro 4.2.1 son bastante comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1.

Las emisiones brutas totales del total de los valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 corresponden a los datos de las emisiones brutas totales realizadas por re-

sidentes en la zona del euro que se recogen en la columna 6 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo de la columna 6 de la sección 4.1 y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable de la columna 7 del cuadro 2 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

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, por tipo de instrumento, por sector emisor y por moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional 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. Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales hacen referencia a la variación interanual e la media del período. Para conocer más detalles, véanse las notas técnicas.

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,

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 (S1314).

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 monetario, 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 (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los

países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los precios de las materias primas en los mercados mundiales (cuadro 2 de la sección 5.1) miden las variaciones de precios de las importaciones de la zona del euro denominadas en euros con respecto al período base.

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 dife-

<sup>4</sup> DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

<sup>5</sup> DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

rir 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 2000<sup>6</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>7</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

## 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 (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) 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)<sup>8</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», (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.cmf.org](http://www.cmf.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 5 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 6 y 7 el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es,

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

8 DO L 354, 30.11.2004, p. 34.



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 (columnas 5 y 6), 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 de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica 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 presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de

inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes» de este Boletín Mensual.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (p.i.i.) 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 p.i.i. 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 el cuadro 5 de la sección 7.4 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 el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.5 se recogen los datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya

fuerza principal es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 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 (cuadro 2 de la sección 7.5) 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 las rúbricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados.

Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-23 está integrado por los 13 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-42 incluye, además de los del TCE-23, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Croacia, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía. Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 10, titulado «Actualización de las ponderaciones por el comercio de los tipos de cambio efectivos del euro y cálculo de un nuevo conjunto de índices del euro», en el Boletín Mensual de septiembre del 2004, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



## 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 2,5%, 3,5% y 1,5%, 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

<sup>1</sup> 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 ven-

cimiento 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.

**3 DE FEBRERO 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.



## 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 noviembre del 2004 y enero del 2005. 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.
- «Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.
- «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 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. Wredenburg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. Papathanassiou, octubre 2004.
- 22 «Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 425 «Geographic versus industry diversification: constraints matter», por P. Ehling y S. Brito Ramos, enero 2005.
- 426 «Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds», por D. P. Miller y J. J. Puthenpurackal, enero 2005.
- 427 «Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?», por K. Kauko, enero 2005.
- 428 «Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings», por V. Pons-Sanz, enero 2005.
- 429 «Cross-border diversification in bank asset portfolios», por C. M. Buch, J. C. Driscoll y C. Ostergaard, enero 2005.
- 430 «Public policy and the creation of active venture capital markets», por M. Da Rin, G. Nicodano y A. Sembenelli, enero 2005.
- 431 «Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry», por G. Calzolari y G. Loranth, enero 2005.
- 432 «Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms», por Y. Chung Cheung, F. de Jong y B. Rindi, enero 2005.
- 433 «Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility», por R. Beetsma and X. Debrun, enero 2005.
- 434 «Interest rates and output in the long run», por Y. Aksoy y M. León-Ledesma, enero 2005.

## 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.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics-Annual quality report», enero 2005.

«Banking structures in the new EU Member States», 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](http://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 indiciada 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.