



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
ABRIL

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL ABRIL 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 6 de abril de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	7
Entorno exterior de la zona del euro	7
Evolución monetaria y financiera	14
Precios y costes	31
Producto, demanda y mercado de trabajo	38
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	43
Recuadros:	
1 Tendencias recientes de los diferenciales de deuda soberana y de los fundamentos económicos en las economías emergentes	10
2 Evolución reciente de los tipos de interés reales a largo plazo	23
3 Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿Todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?	33
4 Evolución reciente de los volúmenes y precios del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro	48
ARTÍCULOS	
Burbujas del precio de los activos y política monetaria	51
Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón	67
Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea	81
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	I
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004	V
GLOSARIO	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de abril 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.

En conjunto, el Consejo de Gobierno no ha modificado su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Hasta este momento, no se ha encontrado evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En consecuencia, el Consejo de Gobierno no ha modificado los tipos de interés oficiales del BCE. Tanto en términos nominales como reales, los tipos de interés se sitúan en niveles excepcionalmente bajos, lo que sigue constituyendo un estímulo para la actividad económica. No obstante, existen aún riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, por lo que resulta esencial una constante vigilancia.

Por lo que respecta al análisis económico en el que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, los últimos indicadores basados en encuestas y datos no han dado señales claras sobre la situación de la actividad económica. En general, apuntan al mantenimiento del ritmo moderado del crecimiento económico a corto plazo, aunque hasta ahora no se observan indicios claros de un fortalecimiento de la evolución subyacente.

A más largo plazo, las condiciones para la continuación de un crecimiento económico moderado siguen estando presentes. La solidez del crecimiento mundial se mantiene, lo que constituye un entorno favorable para 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. El crecimiento del consumo debería ser acorde con el de la renta real disponible. No obstante, al mismo tiempo, la persistencia de los elevados precios del petróleo supone, en particular, un riesgo a la baja para el crecimiento.

En relación con los precios de consumo, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,1% en marzo, sin variación con respecto a febrero. Durante los próximos meses, se estima que la tasa de inflación interanual se situará ligeramente por encima del 2%, aunque la cifra exacta dependerá en gran medida de cómo evolucionen los precios del petróleo. A más largo plazo, no se dispone hasta el momento de evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. La contención de los incrementos salariales se ha mantenido en los últimos trimestres, y es probable que, en un contexto de crecimiento económico moderado y de debilidad de los mercados de trabajo, esta tendencia prosiga en el futuro inmediato.

Con todo, siguen existiendo riesgos al alza para la estabilidad de precios. Considerando las recientes subidas de los precios del petróleo, es esencial evitar los efectos secundarios derivados de la fijación de salarios y precios en el conjunto de la economía. Resulta particularmente importante que los interlocutores sociales asuman sus responsabilidades a este respecto. Por otra parte, es necesario realizar un estrecho seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo.

El análisis monetario aporta información adicional sobre las perspectivas de la evolución de los precios a medio y largo plazo. Los últimos datos monetarios y crediticios muestran cierta moderación del ritmo de la expansión monetaria, al tiempo que confirman que el estímulo proveniente del bajo nivel de los tipos de interés continúa siendo el elemento dominante. Por otra parte, el hecho de que la evolución monetaria siga estando determinada fundamentalmente por los componentes más líquidos sugiere que el exceso de liquidez podría conllevar el riesgo de que se intensifiquen las presiones al alza sobre los precios en horizontes temporales de entre medio y largo plazo. Asimismo, el vigor del crecimiento monetario y del crédito muestra la necesidad de vigilar atentamente los riesgos que pudieran acumularse en un contexto de fuerte aumento de los precios de la vivienda en algunas regiones de la zona del euro.



En síntesis, el análisis económico corrobora la contención de las presiones inflacionistas internas, si bien es preciso realizar un atento seguimiento de los diversos riesgos al alza que siguen existiendo para la estabilidad de precios a medio plazo. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener la vigilancia en lo que respecta a la materialización de estos riesgos.

Por lo que se refiere a las políticas presupuestarias, la información más reciente presenta un panorama desigual y sigue suscitando preocupación. Aunque en algunos países de la zona del euro se mantiene la solidez de las finanzas públicas o se está avanzando lentamente hacia la consolidación presupuestaria, en otros países las perspectivas en materia fiscal resultan preocupantes, por cuanto que no se espera que los desequilibrios se reduzcan, como se había previsto anteriormente y, en algunos casos, podrían incluso aumentar.

Habida cuenta de que, en el pasado, la adopción de estrategias de saneamiento inadecuadas, así como la falta de rigor en su aplicación, han dificultado la observancia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, resulta ahora imprescindible que los planes de consolidación sean lo suficientemente ambiciosos y que se cumplan en su integridad. Asimismo, es esencial que la Comisión Europea y el Consejo ECOFIN velen por el estricto cumplimiento del nuevo acuerdo sobre la aplicación del Pacto a fin de devolverle credibilidad. El Consejo de Gobierno desea también reiterar la necesidad de adoptar reformas estructurales y fiscales que respalden la sostenibilidad de las finanzas públicas y fomenten

la confianza en las perspectivas de crecimiento de todos los Estados miembros.

Por lo que respecta a las reformas estructurales en la zona del euro, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente las Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Bruselas del 22 y 23 de marzo de 2005, en las que se afirma que «es indispensable reactivar sin tardanza la Estrategia de Lisboa y proceder a una reorientación de las prioridades en dirección del crecimiento y del empleo». Los países de la UE han de promover urgentemente la innovación y la formación del capital humano, establecer un marco legislativo más favorable para las empresas, acelerar la liberalización del mercado e incrementar la flexibilidad del mercado de trabajo.

En este momento, debe centrarse la atención en la puesta en marcha de este programa de reformas. Superar los retrasos en su aplicación es crucial, a fin de poder obtener los beneficios de las reformas estructurales tanto en términos del aumento del crecimiento potencial a medio plazo, como de la mejora a corto plazo de la confianza de consumidores y empresas.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primero analiza la cuestión de las burbujas del precio de los activos y la política monetaria. El segundo se centra en la comparabilidad estadística de los principales indicadores macroeconómicos de la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Por último, el tercer artículo describe los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial sigue siendo bastante vigoroso; en Estados y China, los dos principales motores del crecimiento en el año 2004, se mantienen las altas tasas de expansión. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo relativamente moderadas en la mayoría de los países y las perspectivas para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro continúan siendo relativamente favorables. Los principales riesgos a la baja guardan relación con los precios del petróleo, que alcanzaron un nuevo máximo histórico a primeros de abril del 2005, y con los desequilibrios mundiales.

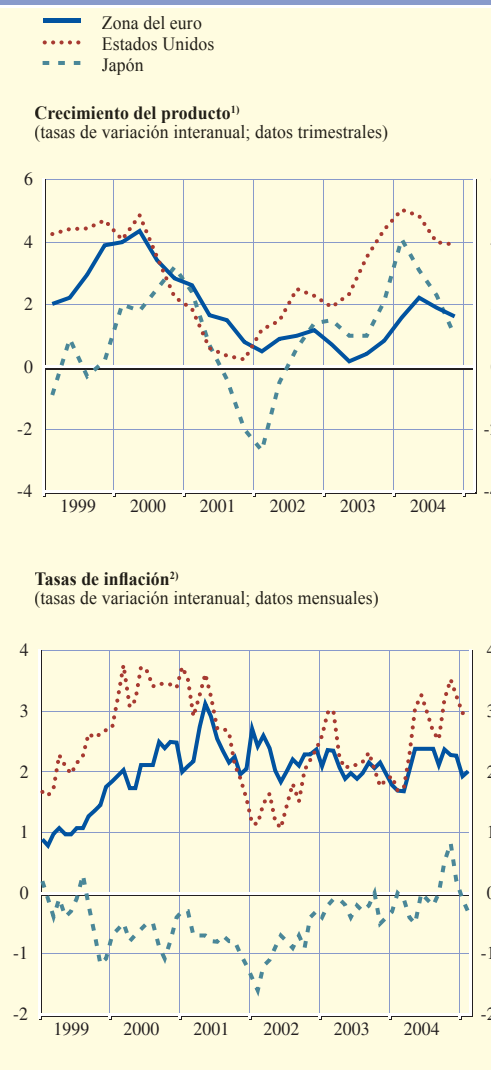
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial prosigue su expansión a un ritmo bastante vigoroso, aunque más lento que a principios del 2004. Estados Unidos y China, los principales motores del crecimiento mundial en el 2004, siguen creciendo a tasas elevadas. Concretamente en China, se mantuvo el auge de la actividad económica en los dos primeros meses del 2005, al tiempo que se observó una cierta desaceleración en otros países de Asia. Las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo moderadas, moderación que ha podido observarse en el conjunto de los países de la OCDE a juzgar por la evolución de las tasas de inflación interanuales medidas por los precios de consumo, tanto generales como excluidos los alimentos y la energía. No obstante, los precios del petróleo registraron un nuevo máximo histórico, como consecuencia de una combinación de factores transitorios y estructurales.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos la economía sigue creciendo a un ritmo vigoroso, impulsada por el auge de la demanda interna. El crecimiento del PIB apenas experimentó una ligera desaceleración en el cuarto trimestre del 2004, para situarse en una tasa intertrimestral anualizada del 3,8%. La solidez de la demanda interna contribuyó, a su vez, a que el déficit por cuenta corriente registrase un máximo del 6,3% del PIB en el último trimestre del año. Los datos disponibles indican que la dinámica expansión de la actividad económica se ha mantenido hasta principios del 2005. En el sector industrial, el gasto en capital ha seguido siendo elevado, gracias todavía a la alta rentabilidad de las empresas y a los bajos costes de financiación. También el gasto de los hogares ha continuado a un ritmo, en general, sostenido. En el mercado de trabajo, se ha

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 y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado para todos los países.
2) IAPC para la zona del euro; IPC para Estados Unidos y Japón.

registrado una tendencia al alza bastante constante en el crecimiento del empleo hasta el final del primer trimestre. De cara al futuro, se prevé que la economía estadounidense seguirá creciendo a un ritmo vigoroso. Por lo que respecta a los precios, la inflación medida por el IPC se mantuvo en el 3% en febrero, mientras que el IPC excluidos los alimentos y la energía, aumentó hasta el 2,4%, continuando así una tendencia al alza evidente desde principios del 2004. Las variaciones en el deflactor de los gastos en consumo personal hasta el final de febrero han sido similares a las del IPC, aunque el índice de dicho deflactor, excluidos los alimentos y la energía, ha mostrado un menor deslizamiento al alza. En general, las presiones de los precios parecen haber repuntado en los últimos meses y se observan algunos indicios de que podría haber aumentado la capacidad de los proveedores para fijar los precios.

En este contexto, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, en su reunión del 22 de marzo de 2005, elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos. Éste es el séptimo aumento consecutivo, que sitúa dicho tipo en el 2,75%. En su reunión, el Comité indicó que «con una política monetaria adecuada, los riesgos al alza y a la baja para la consecución de un crecimiento sostenible y la estabilidad de precios deberían mantenerse, en general, equilibrados».

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha seguido mostrando un cierto debilitamiento. Según las últimas cifras revisadas, en el cuarto trimestre del 2004, el PIB registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,1%, a diferencia de la contracción del 0,1% que indicaban las primeras estimaciones. Esta revisión ha disipado en cierta medida la inquietud de que Japón pudiera estar entrando de nuevo en una recesión, tras el crecimiento negativo registrado en el segundo y tercer trimestres del 2004. Sin embargo, las perspectivas económicas a corto plazo siguen siendo relativamente débiles, como consecuencia, hasta cierto punto, de la continuación de un proceso de ajuste de las existencias en las manufacturas, sobre todo en el sector de la informática.

Tras la sólida recuperación observada en enero del 2005, la mayor parte de los indicadores de la actividad económica volvieron a experimentar un deterioro en febrero. La encuesta trimestral Tankan del Banco de Japón correspondiente a marzo del 2005 mostró un significativo descenso de la confianza empresarial a partir de diciembre del 2004 en las manufacturas, pese a que una gran mayoría de fabricantes todavía considera que el clima empresarial es favorable. Al mismo tiempo, ha continuado la desaceleración de las exportaciones, iniciada a finales del pasado año. En febrero, se produjo un nuevo descenso de las exportaciones (tanto en términos nominales como reales).

En lo que respecta a la evolución de los precios, tanto el IPC general, como el IPC excluidos los alimentos frescos experimentaron un descenso en febrero, principalmente como resultado del proceso de liberalización de las tarifas de los servicios de agua, gas y electricidad actualmente en curso. El IPC general se redujo un 0,3% en tasas interanuales (tras una caída del 0,1% en enero), mientras que el IPC excluidos los alimentos frescos bajó un 0,4% (tras una reducción del 0,3% en enero). Al mismo tiempo, los precios industriales han registrado nuevos aumentos y, como resultado, se han reducido los márgenes de beneficio empresariales.

REINO UNIDO

En el Reino Unido el crecimiento sigue siendo vigoroso y cada vez está más equilibrado entre los diferentes componentes del gasto. En el cuarto trimestre del 2004, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 0,7%, frente al 0,6% registrado en el trimestre anterior, lo que equivale a una tasa de crecimiento interanual del 2,9%. El crecimiento del consumo privado se moderó hasta alcanzar una tasa intertrimestral del 0,3% en un contexto de nuevo enfriamiento del mercado de la vivienda. Aunque el cre-

cimiento de la formación bruta de capital fijo experimentó una ligera desaceleración hasta el 0,6% en tasa intertrimestral, se ha intensificado durante el pasado año, respaldado por la mayor rentabilidad de las empresas. El crecimiento de las exportaciones se recuperó hasta alcanzar una tasa intertrimestral del 1,6%, aunque la demanda exterior neta contribuyó de forma negativa al crecimiento del PIB real al repuntar también las importaciones. De cara al futuro, es posible que el crecimiento del PIB real se ralentice ligeramente a principios del 2005, a medida que se deje sentir el efecto moderador de las recientes subidas de los tipos de interés y de la ralentización de la actividad en el mercado de la vivienda. Por otro lado, persisten las tensiones en el mercado de trabajo. La tasa de ocupación aumentó hasta el 74,9% en los tres meses transcurridos hasta enero del 2005, y también se incrementó el número de vacantes. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración media aumentó ligeramente en el cuarto trimestre, si bien las fuertes (aunque menores) ganancias de productividad del trabajo atenuaron el efecto sobre los costes salariales unitarios. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,6% en febrero (sin cambios respecto a enero) y, por lo tanto, por debajo del objetivo de inflación del 2% establecido por las autoridades.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En general, el crecimiento en los otros países europeos sigue siendo bastante dinámico, aunque en general se va reduciendo gradualmente respecto a los niveles antes registrados. En Suecia, el crecimiento del PIB real se desaceleró hasta una tasa intertrimestral del 0,3% en el cuarto trimestre del 2004, en comparación con una tasa revisada del 0,7% en el trimestre anterior, lo que sitúa la tasa media de crecimiento interanual en el 3,5%. En Dinamarca, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 0,7% en el cuarto trimestre, elevando así la tasa de crecimiento interanual al 2,1%. En ambos países, la demanda interna fue el principal motor del crecimiento, aunque las exportaciones se incrementaron de forma acusada. La inflación medida por el IAPC aumentó en febrero del 2005 hasta el 1% en Dinamarca y el 1,2% en Suecia.

En los nuevos Estados miembros de la UE se mantuvo el auge de la actividad económica en el cuarto trimestre del 2004, aunque a un ritmo, en general, más lento que antes. La tasa media de crecimiento interanual del PIB fue del 4,2% en el cuarto trimestre. La panorámica de la inflación mejoró en la mayoría de los países a principios del 2005, situándose la tasa de inflación medida por el IAPC en una media del 3,1% en febrero. Las presiones inflacionistas se han moderado debido a que los incrementos de los precios de los alimentos y los combustibles han sido menores, situación a la que ha contribuido, en parte, la anterior apreciación de las monedas. Además, el impacto de los aumentos de los impuestos indirectos a principios del 2004 va desapareciendo de los datos anuales. En el contexto de unas perspectivas de inflación más favorables, los bancos centrales de Hungría, Polonia y la República Checa redujeron sus tipos de interés a finales de marzo.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

La actividad económica en Asia, excluido Japón, continúa desacelerándose gradualmente, salvo en China. Esta desaceleración, como puede observarse en el descenso interanual del crecimiento de la producción industrial y las exportaciones al comienzo del 2005, fue especialmente notable en Corea del Sur y Taiwán. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas en las principales economías de la región.

La evolución económica en China difiere significativamente de la del resto de la región. En los meses de enero y febrero, la producción industrial aumentó en total un 16,9%, las ventas del comercio al por menor un 13,6% y la inversión en activos fijos se disparó hasta el 24,5% en tasas interanuales. Las exportaciones chinas fueron especialmente dinámicas, creciendo a una tasa media interanual del 36,6% en estos dos meses, mientras que las importaciones experimentaron una fuerte desaceleración, lo que se tradujo en un abultado superávit comercial. En parte como consecuencia de esta vigorosa evolución, la inflación volvió a tender al alza en enero y febrero.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, los indicadores económicos muestran un sólido incremento de los niveles de actividad, aunque se perciben algunas señales de desaceleración. Esta desaceleración ha venido acompañada de una expansión más impulsada por las exportaciones, en comparación con el crecimiento económico más generalizado observado anteriormente. El producto real continúa creciendo en las tres economías más grandes de la región: las últimas cifras publicadas sobre producción industrial muestran incrementos interanuales del 4,4% en enero en Brasil, del 3,1% en enero en México y del 4,9% en febrero en Argentina. En el caso de Argentina, la conclusión, en gran medida con éxito, del canje de deuda externa ha contribuido a reducir los riesgos a la baja derivados del elevado endeudamiento. A escala regional, persisten las presiones inflacionistas que, si bien representan un riesgo a la baja para el crecimiento de la demanda interna, son en gran medida, resultado del dinamismo de la actividad económica.

En el recuadro 1 se describe la evolución reciente de los diferenciales de deuda soberana y de los fundamentos económicos en Asia excluido Japón y en América Latina.

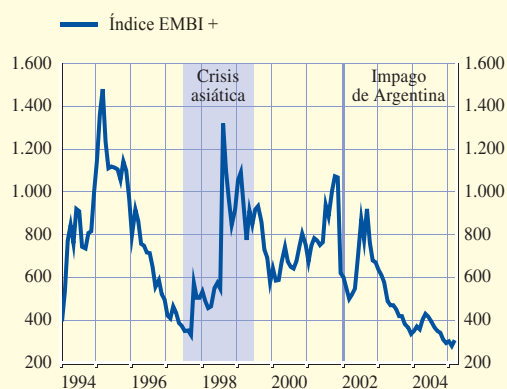
Recuadro 1

TENDENCIAS RECIENTES DE LOS DIFERENCIALES DE DEUDA SOBERANA Y DE LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS EN LA ECONOMÍAS EMERGENTES

En los últimos años, las economías emergentes de Asia y América Latina han experimentado una fuerte expansión de la actividad económica. Esta pujanza se ha reflejado en el descenso de los diferenciales entre el rendimiento de la deuda soberana de los países de estas dos regiones y el de los bonos del gobierno de los Estados Unidos (diferenciales de deuda soberana), hasta su nivel más bajo desde que se dispone de datos para estas series. En efecto, los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes se sitúan en la actualidad en torno a los 300 puntos básicos, nivel considerablemente menor que el registrado durante la crisis asiática de los años 1997-1999, en la que alcanzaron los 1.400 puntos básicos, o durante la crisis argentina de finales del 2001, cuando se situaron en torno a los 1.000 puntos básicos (véase gráfico). Esta combinación de crecimiento vigoroso y diferenciales estrechos muestra una notable similitud con las circunstancias observadas antes de la crisis asiática. En el presente recuadro se analizan las variables fundamentales internas de la economía que determinan el reducido nivel de los diferenciales y se comparan con la situación anterior a la crisis asiática. Con ello se pretende ofrecer algunas indicaciones sobre si estos países se encuentran actualmente en mejores condiciones que a mediados de los años noventa para hacer frente a perturbaciones externas.

Gráfico Diferenciales de deuda soberana de mercados emergentes

(puntos básicos)



Fuente: JP Morgan.

Nota: El índice EMBI+ es un índice ponderado que comprende bonos Brady, eurobonos y préstamos negociables emitidos por entidades soberanas en economías emergentes, todos ellos en moneda extranjera.

Asia, excluido Japón

Asia, excluido Japón, está experimentando en estos momentos una intensa expansión económica y una favorable evolución de los precios, situación similar a la observada antes de la crisis asiática. Esta crisis tuvo efectos económicos muy diferentes en los distintos países. Mientras que China y Taiwán apenas se vieron afectados, Corea y Tailandia se cuentan entre las economías que sufrieron las repercusiones más negativas, con una pronunciada depreciación de la moneda, una elevada inflación y un marcado descenso de la actividad económica (véase cuadro).

Las disparidades que presentaban algunos de los parámetros fundamentales de la economía pueden contribuir a explicar la distinta intensidad que alcanzó la crisis en los diferentes países. Por ejemplo, antes de la crisis las balanzas por cuenta corriente de Corea y Tailandia registraban un déficit y las de China y Taiwán arrojaban un superávit. Sin embargo, desde entonces, la situación ha cambiado radicalmente. En el 2003 y 2004, todos estos países registraron un superávit en su balanza por cuenta corriente. Los saldos presupuestarios fueron deficitarios en dos de ellos, pero la deuda en relación con el PIB se mantuvo en niveles reducidos.

Además de experimentar una mejora de las variables macroeconómicas, estas economías, especialmente Corea y Tailandia, han realizado avances en el campo de las reformas estructurales e institucionales. Así, estos dos países han llevado a cabo una profunda reestructuración del sector bancario y han establecido mecanismos de tipos de cambio más flexibles, al tiempo que controlaban la inflación. En este contexto, parece que, en lo que se refiere a los fundamentos económicos, la mayor parte de las economías de Asia, excluido Japón, se encuentran en la actualidad en mejores condiciones que antes de la crisis asiática.

América Latina

De forma similar, en América Latina la situación económica parece ser, en general, más favorable que a mediados de los noventa. La región está atravesando un período de pujanza económica, mien-

Cuadro Indicadores macroeconómicos de algunas economías emergentes

(medias anuales)

A) Asia

	China	Corea del Sur	Taiwán	Tailandia
<i>Crecimiento del PIB real (en porcentaje)</i>				
1994-1996	10,9	8,5	6,5	8,0
1997-1999	7,9	2,4	5,3	-2,5
2003-2004	9,1	3,9	4,5	6,5
<i>Inflación medida por el IPC (en porcentaje)</i>				
1994-1996	16,4	5,2	3,6	5,6
1997-1999	0,2	4,3	0,9	4,7
2003-2004	2,5	3,6	0,6	2,3
<i>Balanza por cuenta corriente (en porcentaje del PIB)</i>				
1994-1996	0,8	-2,3	2,9	-7,3
1997-1999	3,2	5,2	2,2	7,4
2003-2004	3,2	3,0	8,2	5,0
<i>Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)</i>				
1994-1996	-1,7	0,3	-0,5	2,3
1997-1999	-1,8	-1,8	0,8	-2,1
2003-2004 ¹⁾	-2,5	-0,9	-3,1	0,4

B) América Latina

	Argentina	Brasil	México
<i>Crecimiento del PIB real (en porcentaje)</i>			
1994-1996		2,8	4,2
1997-1999		2,9	1,4
2003-2004		8,9	2,9
<i>Inflación medida por el IPC (en porcentaje)</i>			
1994-1996	2,6	732,0	25,4
1997-1999	0,1	4,9	17,7
2003-2004	8,9	11,6	4,6
<i>Balanza por cuenta corriente (en porcentaje del PIB)</i>			
1994-1996	-2,9	-2,0	-2,8
1997-1999	-4,4	-4,2	-2,9
2003-2004 ²⁾	5,8	1,4	-1,3
<i>Saldo presupuestario (en porcentaje del PIB)</i>			
1994-1996	-1,1	-6,4	-0,5
1997-1999	-1,9	-7,1	-1,6
2003-2004 ¹⁾	0,1	-4,0	-1,5

Fuentes: Global Insight y Banco Central do Brasil.

1) Salvo Corea del Sur y Brasil, los datos se refieren sólo al año 2003.

2) En el caso de Argentina, los datos se refieren sólo al año 2003.

tras que las tasas de inflación permanecen relativamente bajas (ver cuadro). Además, las balanzas por cuenta corriente de las tres economías más importantes (Argentina, Brasil y México) han experimentado una mejora. Sin embargo, los saldos presupuestarios, aunque en líneas generales han registrado también una mejora, siguen siendo un problema, especialmente en Brasil y Argentina.

Al igual que en Asia, excluido Japón, en América Latina la mejora de las variables fundamentales de la economía se ha visto acompañada por avances en las reformas estructurales e institucionales, que han incrementado la capacidad de resistencia de los países de la región ante posibles perturbaciones. Asimismo, la flexibilización de los regímenes cambiarios ha permitido a algunas de las principales economías de la región limitar las presiones inflacionistas, en un contexto de fuerte expansión.

Valoración general

En general, la situación económica de estas economías emergentes parece haber mejorado con respecto al período anterior a la crisis asiática, aunque, de las dos regiones consideradas en este recuadro, América Latina está relativamente más expuesta a riesgos de desaceleración, debido a sus niveles más elevados de deuda pública. Si bien los diferenciales de deuda soberana se sitúan actualmente en niveles casi tan reducidos como los registrados antes de la crisis asiática, en esta ocasión parecen reflejar una situación económica más sólida. En consecuencia, aunque se sigue observando cierta fragilidad, la mejora de los fundamentos económicos, unida a los avances realizados en materia de política estructural y macroeconómica, debería ofrecer una protección ante perturbaciones externas.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo alcanzaron un nuevo máximo histórico a principios de abril, acompañado por una considerable volatilidad a corto plazo. El clima frío que azotó Europa y América del Norte se sumó a los datos publicados que apuntaban a la persistencia de las tensiones en los mercados de crudo impulsando al alza los precios y haciendo que el precio del barril de Brent se situase en 57 dólares estadounidenses el 5 de abril. Al día siguiente, los precios bajaron ligeramente, cerrando el período considerado en un nivel de un 13,9% por encima del registrado a finales de febrero. La Agencia Internacional de la Energía prevé ahora que, en el año 2005, la demanda media diaria de crudo aumente en 1,8 millones de barriles en comparación con el 2004. Esta cifra es menor que el aumento de 2,7 millones de barriles diarios del 2004, pero representa, no obstante, una notable revisión al alza con respecto a anteriores previsiones de dicha Agencia. Dado que, según las previsiones, la producción diaria de los países no pertenecientes a la OPEP aumentará en sólo 0,9 millones de barriles, esto significa que en el 2005 continuará la demanda de petróleo de esta organización. Asimismo, se prevé que el estrecho margen de capacidad productiva sin utilizar a lo largo del proceso de producción y, como consecuencia, la gran sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda hará que, a corto plazo, los precios del crudo sigan siendo altos y volátiles. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo sólo bajen gradualmente hasta situarse en unos 50,9 dólares el barril a finales del 2007.

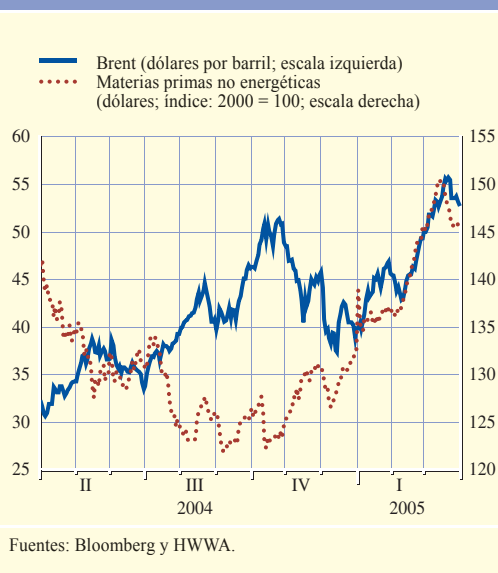
Los precios de las materias primas no energéticas descendieron ligeramente en la segunda quincena de marzo, tras haberse incrementado de forma continuada desde comienzos de febrero. Ello se debió principalmente a la evolución de los precios de los alimentos y bebidas, mientras que los precios de las materias primas industriales se mantuvieron, en general, estables durante todo el mes de marzo. En

conjunto, los precios de las materias primas no energéticas expresados en dólares se situaban en marzo un 7,3% por encima del nivel registrado un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS GENERALES DEL ENTORNO EXTERIOR

Se prevé que el crecimiento de la economía mundial y de la demanda exterior de la zona del euro siga siendo relativamente vigoroso. Es de esperar que la persistencia de las favorables condiciones de financiación y las mejoras estructurales en los balances de las empresas en muchos países, unidas al sólido crecimiento de los beneficios, contribuyan a intensificar aún más la actividad. Los principales indicadores adelantados disponibles también sugieren que continuará la expansión: por ejemplo la tasa de variación de seis meses del indicador adelantado sintético de la OCDE aumentó nuevamente en enero del 2005 tras registrar un mínimo en octubre pasado. Sin embargo, la persistencia de los elevados precios del petróleo, unida a su considerable volatilidad a corto plazo, representan un riesgo a la baja significativo para las perspectivas.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En febrero del 2005, el crecimiento interanual de M3 descendió ligeramente pero, en general, mantuvo la intensidad observada en los últimos meses. El impacto positivo de los reducidos tipos de interés continuó siendo el principal factor impulsor de la evolución monetaria, compensando con creces el efecto moderador de la progresiva normalización en curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras. Los bajos niveles de los tipos de interés también favorecieron la persistente fortaleza de los préstamos. En líneas generales, la liquidez de la zona del euro sigue siendo considerablemente superior a la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista, lo que podría plantear riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 6,4% en febrero del 2005, frente al 6,6% de enero, mientras que la media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de este agregado se incrementó de nuevo, hasta el 6,5%, entre diciembre del 2004 y febrero del 2005, con respecto al 6,3% registrado entre noviembre del 2004 y enero del 2005 (véase gráfico 3). Aunque la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo intensa, la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de este agregado disminuyó hasta el 6,5% en febrero, en comparación con el 7% del mes precedente, debido a que, en febrero, el ritmo de expansión monetaria fue algo más moderado que en el segundo semestre del 2004.

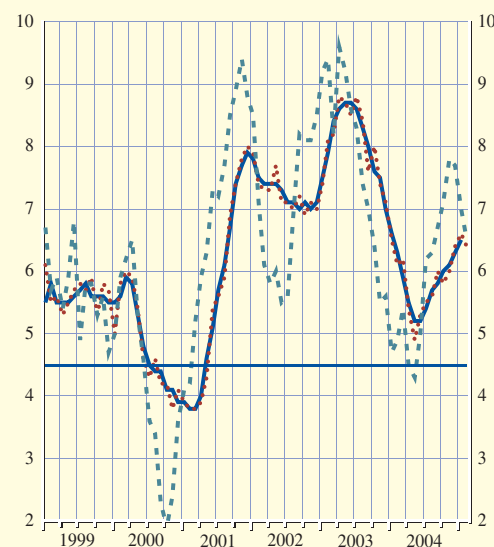
En lo que respecta a los factores que han impulsado la dinámica monetaria, los datos de febrero son acordes con las valoraciones efectuadas en meses anteriores, y continuó influida por dos factores opuestos. Por un lado, los reducidos tipos de interés continuaron estimulando la evolución monetaria por su impacto positivo tanto en los componentes líquidos de M1 como en los préstamos al sector privado. Por otro, la normalización en curso del comportamiento en la asignación de carteras tras la excepcional preferencia por la liquidez entre el 2001 y mediados del 2003 siguió compensando y moderando el crecimiento de M3. No obstante, el citado proceso de normalización se está llevando a cabo con más lentitud de la que cabría haber esperado si se consideran regularidades anteriores, y no ha sido lo suficientemente intenso como para provocar una reducción considerable del exceso de liquidez acumulada en los últimos años.

Actualmente, en la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. La cuestión de si este exceso de liquidez se reducirá de manera significativa dependerá, fundamentalmente, de la continuación de la normalización del comportamiento en la asignación de carteras por parte del

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

sector tenedor de dinero de la zona del euro. Desde una perspectiva a medio plazo, si una parte considerable de la liquidez se transformara en dinero para transacciones en un momento en que se están fortaleciendo la confianza y la actividad económica, surgirían riesgos para la estabilidad de precios. Además, la combinación de un elevado exceso de liquidez y un crecimiento pronunciado del crédito podría convertirse en causa de fuertes subidas del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La evolución de M1 continuó representando la principal contribución al crecimiento interanual de M3 en febrero (véase cuadro 1). Entre los componentes de M1, el crecimiento interanual del efectivo en circulación se moderó ligeramente, hasta el 18,3% en febrero, frente al 18,5% de enero, mientras que el de los depósitos a la vista registró un nuevo incremento y se situó en el 8,5% en febrero, en comparación con el 7,7% del mes precedente. El crecimiento de estos depósitos parece haberse visto estimulado, en parte, por un desplazamiento de fondos desde los instrumentos negociables, una sustitución dentro de M3 que no causó un impacto sobre la evolución general de este agregado monetario. El crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista descendió hasta el 4,1% en febrero, desde el 4,4% de enero. Si se consideran conjuntamente los depósitos a la vista, otros depósitos a corto plazo y las cesiones temporales incluidos en los instrumentos negociables, parece que la acumulación de estos tipos de instrumentos de depósito se ralentizó en febrero, debido, fundamentalmente, a la evolución de los sectores que incluyen a las sociedades no financieras y a las empresas de seguros, y quedó compensado, en cierta medida, por una mayor acumulación de tenencias por parte de los hogares.

La contribución de las participaciones en fondos del mercado monetario a la evolución de M3 disminuyó en febrero, continuando con la tendencia a la baja observada desde mediados del 2004. Esto, junto con un nuevo fortalecimiento de la demanda de pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, indica que se está produciendo una normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras, y las tenencias de liquidez se están desplazando desde el efectivo a activos a más largo plazo y de mayor riesgo. Sin embargo, el proceso de normalización se está desarrollando con más lentitud de lo que habría cabido esperar a partir de la experiencia anterior.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 Ene	2005 Feb
M1	45,3	11,0	10,2	9,6	9,3	9,3	9,9
Efectivo en circulación	7,2	24,0	21,6	20,3	19,1	18,5	18,3
Depósitos a la vista	38,1	9,1	8,5	7,9	7,6	7,7	8,5
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,4	3,3	1,7	2,0	3,5	4,4	4,1
Depósitos a plazo hasta dos años	15,5	-4,4	-7,0	-5,8	-2,4	0,6	0,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,9	9,2	8,1	7,6	7,5	7,0	6,7
M2	85,7	7,2	6,0	5,8	6,4	6,9	7,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	2,3	2,0	4,0	3,8	4,7	2,2
M3	100,0	6,4	5,4	5,6	6,0	6,6	6,4
Crédito a residentes en la zona del euro		5,8	6,0	6,2	6,0	6,5	6,6
Crédito a las Administraciones Públicas		6,0	6,4	6,4	3,7	3,5	3,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,2	2,3	2,4	0,7	0,3	0,2
Crédito al sector privado		5,7	5,9	6,2	6,6	7,3	7,3
Préstamos al sector privado		5,4	5,6	6,2	6,8	7,3	7,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		7,2	8,3	8,3	8,9	9,1	9,7

Fuente: BCE.

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

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuvo intensa en febrero, en el 7,2%, en comparación con el 7,3% del mes precedente, como consecuencia no sólo del impacto favorable de los reducidos tipos de interés, sino también de mejoras en las condiciones de oferta del crédito. El marcado crecimiento de los préstamos fue prácticamente generalizado en los principales sectores no financieros (véase cuadro 2). En el caso de los hogares, los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento general de los préstamos, con una tasa interanual que no se modificó y se situó en el 10,1% en febrero. El pronunciado crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras observado en febrero oculta cierta reestructuración de la deuda en favor de los plazos más cortos y en detrimento de los plazos más largos, con un nuevo fortalecimiento de la demanda de préstamos hasta un año.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se elevó hasta el 3,9% en febrero, desde el 3,5% del mes precedente (véase cuadro 1). Esto se debió, principalmente, al acusado aumento de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por el sector público por parte de las IFM.

Entre las demás contrapartidas de M3, el crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se incrementó hasta el 9,7% en febrero, desde el 9,1% de enero (véase cuadro 1). Como se ha observado anteriormente, esta evolución constituye una confirmación más de que el comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras ha continuado normalizándose, y las tenencias de liquidez se están desplazando desde el efectivo a activos a más largo plazo y de mayor riesgo.

En febrero, los flujos interanuales de los activos exteriores netos mantuvieron los intensos niveles favorables registrados desde mediados del 2004 (véase gráfico 4). La persistencia de estos flujos positivos es acorde no sólo con la sustitución de la cartera de instrumentos líquidos de no residentes en la zona del euro por activos denominados en la moneda única, sino también con la reticencia a invertir en activos de fuera de la zona del

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2004		2004		2005	
		I	II	III	IV	Ene	Feb
Sociedades no financieras	41,7	3,2	4,0	4,5	5,4	5,7	5,7
Hasta un año	31,0	-2,5	-2,1	-0,6	2,5	2,9	3,4
De uno a cinco años	17,5	3,6	6,4	6,1	6,2	7,9	6,9
Más de cinco años	51,6	6,9	7,2	7,2	6,9	6,7	6,7
Hogares²⁾	50,4	6,6	7,3	7,8	7,8	8,1	8,1
Crédito al consumo ³⁾	13,4	4,3	5,7	6,2	5,8	6,5	6,4
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	68,3	8,4	9,0	9,8	10,0	10,1	10,1
Otras finalidades	18,3	2,3	2,3	1,8	1,7	2,4	2,3
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	8,6	18,8	17,5	37,1	16,5	25,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,2	9,0	8,7	8,7	9,3	9,7	8,9

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.

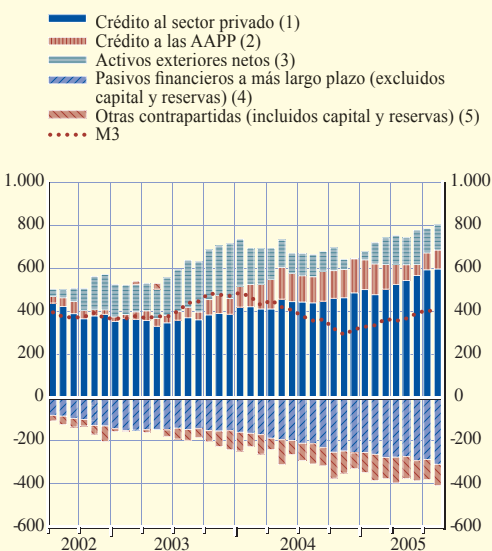
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

sector tenedor de dinero de la zona del euro. De este modo, la evolución de los activos exteriores netos corrobora la lentitud a la que se está normalizando el comportamiento del sector tenedor de dinero de la zona en la asignación de carteras.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas de M3, los persistentes flujos interanuales positivos en los activos exteriores netos, conjuntamente con la continuada fortaleza de la demanda de préstamos de las IFM, siguieron causando un fuerte impacto favorable sobre el crecimiento de M3. Estos efectos se vieron compensados por la pronunciada e intensa expansión de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas). Aunque hay indicaciones de que se está produciendo un cambio en las carteras de liquidez, sustituyendo efectivo por activos a más largo plazo y de mayor riesgo, el grado de aversión al riesgo, que aparentemente sigue siendo relativamente elevado, la estructura de los tipos de interés y la incertidumbre en lo que respecta a la evolución del tipo de cambio parecen estar impidiendo que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras se efectúe con más rapidez.

Gráfico 4 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo como referencia ($M3=1+2+3-4+5$). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido porque son pasivos del sector IFM.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo elevada, en el 7,2%, en enero del 2005. En ese mismo período, la emisión neta de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro continuó siendo moderada.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió levemente, hasta el 7,2%, en enero del 2005, desde el 7,3% del mes anterior (véase gráfico 5). Esta evolución tuvo su origen en una reducción sustancial de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que cayó unos 3 puntos porcentuales en enero, hasta el 1,9%, mientras que la emisión de este tipo de valores a largo plazo continuó creciendo con intensidad, a una tasa del 7,8% en el mismo período.

En cuanto al detalle por sectores, a pesar del ligero descenso registrado en enero de 2005, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo elevada, en el 9%, por encima de la intensa tasa media de crecimiento interanual del 2004, el 8% (véase cuadro 3). Al igual que en meses anteriores, el aumento de la emisión neta por parte de las IFM se debió fundamentalmente a los valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable, como consecuencia, probablemente, del hecho de que las IFM se beneficiaron del reducido rendimiento de este tipo de valores a los plazos más cortos para financiar sus créditos a más largo plazo.

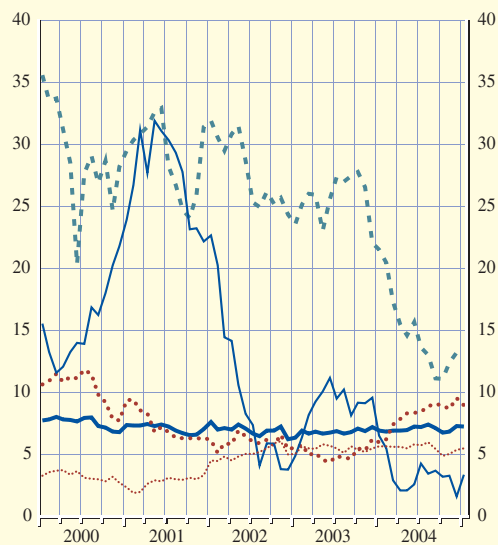
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de sociedades no financieras e instituciones financieras distintas de IFM se incrementó 0,8 puntos porcentuales, hasta el 8,6%, en enero del 2005, como consecuencia de que el crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias prácticamente no se modificó y del aumento de la emisión por las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por las instituciones financieras no monetarias, 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 situó en el 13,1% en enero del 2005, y aunque inferior a la tasa media de crecimiento interanual, que fue de aproximadamente el 15% en el 2004, datos publicados recientemente indican que la actividad emisora de este sector se mantiene intensa.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro se incrementó 1,8 puntos porcentuales, hasta el 3,4%, en enero del 2005, compensando con ello la caída transitoria registrada en diciembre del 2004. En consecuencia, el crecimiento de la emisión neta de estos valores en enero del 2005 fue similar a la tasa media de crecimiento interanual del 2004, que fue de aproximadamente el 3,7%, pero considerablemente inferior a la tasa media de crecimiento interanual del 2003, que se situó en torno al 9%. La relativamente reducida emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede estar relacionada con la mejora de los beneficios empresariales observada en el 2004, que ha estimulado el ahorro interno y, en consecuencia, puede haber reducido las necesidades de financiación externa de las empresas. Además, parece que las empresas han aumentado gradualmente su demanda de préstamos bancarios a partir del segundo semestre del 2004.

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

(tasas de crecimiento interanual)

- Total
- Instituciones financieras monetarias
- - - - Instituciones financieras no monetarias
- Sociedades no financieras
- Administraciones Públicas

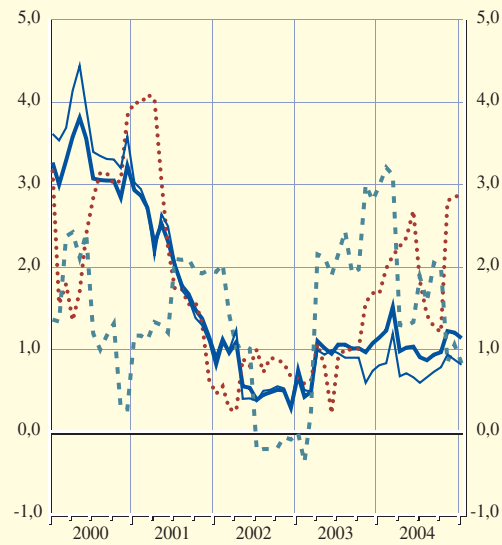


Fuente: BCE.
Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras.

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

(tasas de crecimiento interanual)

- Total
- Instituciones financieras monetarias
- - - - Instituciones financieras no monetarias
- Sociedades no financieras



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 IV	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 Dic	2005 Ene
Valores distintos de acciones	9.307	6,9	7,0	7,3	6,9	7,3	7,2
IFM	3.592	6,3	8,0	8,7	9,0	9,5	9,0
Instituciones financieras no monetarias	758	20,5	15,5	13,3	11,9	13,2	13,1
Sociedades no financieras	594	6,0	2,3	3,6	3,0	1,6	3,4
Administraciones Públicas	4.362	5,6	5,6	5,8	5,1	5,4	5,5
De las cuales:							
Administración Central	4.113	4,8	5,0	5,2	4,6	4,9	5,0
Otras Administraciones Públicas	249	21,4	18,5	16,4	14,4	14,1	14,8
Acciones cotizadas	4.035	1,2	1,1	0,9	1,1	1,2	1,1
IFM	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,9
Instituciones financieras no monetarias	406	3,1	1,6	1,7	1,5	1,1	0,8
Sociedades no financieras	2.984	0,9	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8

Fuente: BCE.

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

En el sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas prácticamente no registró variaciones y se situó en el 5,5% en enero del 2005, debido al relativamente moderado crecimiento, el 5% en enero, de este tipo de valores emitidos por la Administración Central, y a un incremento considerable de la emisión por parte de otras Administraciones Públicas, que se elevó el 14,8%, en términos interanuales, en el citado mes.

ACCIONES COTIZADAS

La moderada actividad observada en el mercado primario de acciones en los dos últimos años continuó en enero del 2005, como quedó reflejado 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 1,1% (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 0,8%, en enero. Durante ese mes, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) descendió 0,3 puntos porcentuales, hasta el 0,8%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM no experimentó variaciones y fue del 2,9%. En general, la moderación observada en el mercado primario de acciones probablemente sea resultado de la reducida demanda de financiación externa consecuencia de la mejora de los beneficios empresariales, y de una recuperación, aunque sólo gradual, de la actividad inversora en la zona del euro.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En marzo del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo se mantuvieron muy estables. Ese mes, los tipos de interés a más largo plazo aumentaron gradualmente, y a principios de abril descendieron hasta situarse en el nivel observado a principios del mes precedente. En consecuencia, la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no registró variaciones entre comienzos de marzo y principios de abril.

En marzo del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron muy estables. En ese mismo período, el EURIBOR a doce meses se incre-

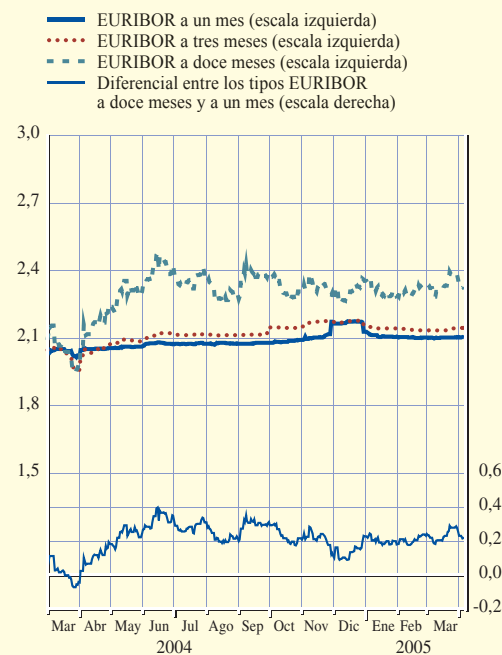
mentó inicialmente y luego descendió, una vez comenzado abril, hasta el nivel observado a principios de marzo, por lo que la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó entre comienzos de marzo y principios de abril. El 6 de abril, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 22 puntos básicos (véase gráfico 7).

En el período considerado, los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2005 disminuyeron ligeramente, situándose en el 2,20%, el 2,30% y el 2,43%, respectivamente, el 6 de abril.

Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema se estabilizaron en marzo. Los dos tipos de las subastas se situaron en el 2,05% en todas las operaciones realizadas antes de la Semana Santa. El tipo de interés medio ponderado se incrementó 1 punto básico en la operación regular semanal del 29 de marzo de 2005, debido al efecto de fin de trimestre. El EONIA se mantuvo estable, en torno al 2,07%, durante la mayor parte del mes, excepto los últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 7 de marzo, día en que el EONIA descendió hasta un nivel muy próximo al tipo mínimo de puja de la OPF del Eurosistema, el 2,01%. La ejecución de una operación de ajuste de absorción de liquidez por importe de 3,5 mm de euros el 7 de marzo de 2005 contribuyó a reestablecer el equilibrio en la situación de liquidez e impidió un descenso más acusado de los tipos de interés a un día el último día del período de mantenimiento de reservas. El EONIA aumentó ligeramente en torno a la Semana Santa y más pronunciadamente hacia finales de mes, como consecuencia del efecto de fin de trimestre. El 31 de marzo, el

Gráfico 7 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

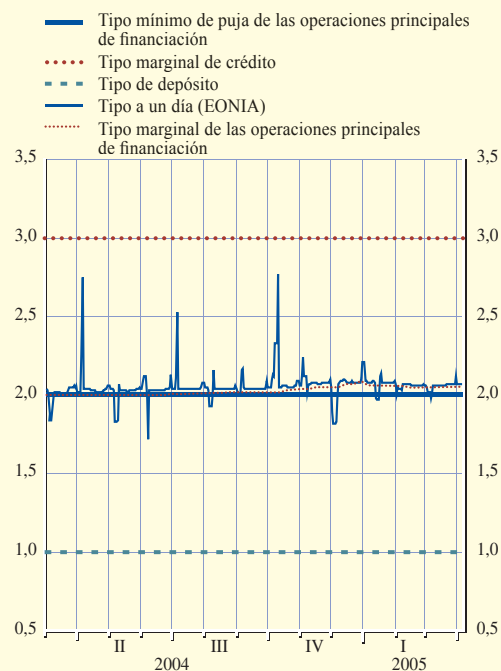
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

EONIA se incrementó hasta el 2,12%, pero en los días siguientes se redujo hasta situarse en el nivel registrado antes del final de mes, entre el 2,07% y el 2,08%, ya que el efecto de fin de trimestre desapareció con rapidez (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 30 de marzo de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 2,09% y el 2,1%, esto es, 1 punto básico por encima de los tipos correspondientes en la subasta anterior (24 de febrero de 2005). En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente el 30 de marzo, los tipos se redujeron 6 y 5 puntos básicos, respectivamente.

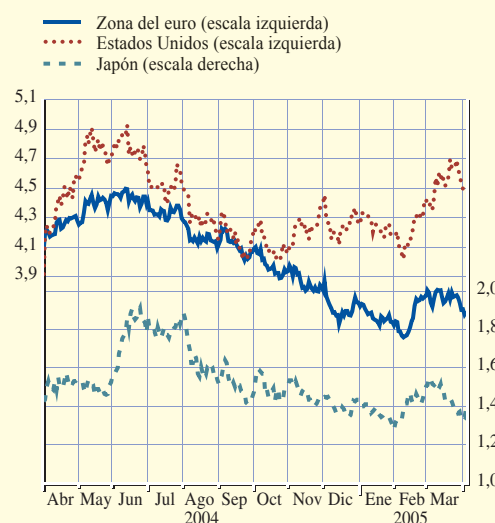
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió levemente en marzo y principios de abril, mientras que, en Estados Unidos, el período analizado terminó en niveles superiores, posiblemente debido, en parte, a cambios relativos en la percepción de los participantes en el mercado en lo que respecta a las perspectivas de crecimiento en ambas áreas económicas. Al mismo tiempo, el aumento de las tasas de inflación implícita apuntan a una mayor preocupación entre los inversores acerca de la inflación en la zona del euro y en Estados Unidos, sobre todo en horizontes temporales más cortos, lo que probablemente es consecuencia de los elevados precios del petróleo, que siguen incrementándose.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo en las últimas semanas fue divergente en los principales mercados internacionales. Aunque, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó unos 5 puntos básicos entre finales de febrero y el 6 de abril, el rendimiento de la deuda similar en la zona del euro y en Japón descendió 10 puntos básicos, aproximadamente (véase gráfico 9). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro se amplió y se situó en torno a 80 puntos básicos el 6 de abril. Esta evolución divergente observada en los principales mercados pareció obedecer fundamentalmente a cambios relativos en las expectativas de los inversores acerca del crecimiento tras la publicación de los últimos datos sobre actividad económica en las áreas económicas citadas, que, en general y desde el punto de vista de los participantes en el mercado, resultaron ser algo mejores de lo esperado en Estados Unidos que en la zona del euro y en Japón. Además, la nueva subida de los precios del petróleo en el período de referencia pareció provocar cierto aumento de la preocupación acerca de la inflación entre los inversores, sobre todo en horizontes temporales más cortos, como se reflejó en el aumento de las tasas de inflación implícita. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, según indicaba la

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

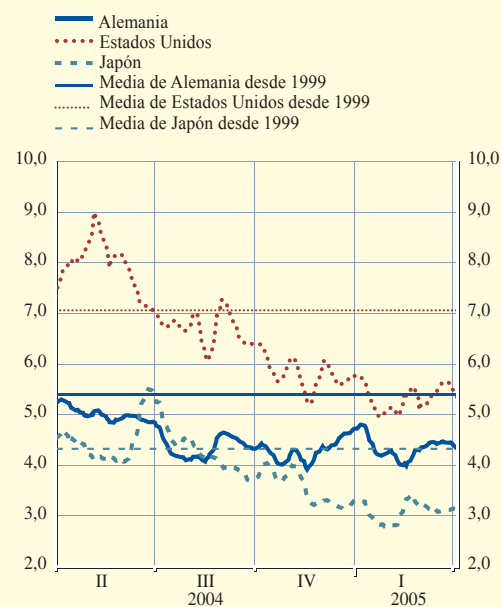
volatilidad implícita en estos mercados, se mantuvo relativamente reducida en las principales economías (véase gráfico 10).

En Estados Unidos, los tipos de interés se elevaron a todos los plazos en marzo y principios de abril, debido, al parecer, a una mayor preocupación acerca de la inflación entre los participantes en el mercado y a la publicación de datos, en general favorables, sobre las perspectivas económicas. Por otra parte, la curva de rendimientos se aplanó entre los plazos más cortos y los más largos, como consecuencia de las expectativas del mercado de que el endurecimiento de la política monetaria sería más rápido de lo anticipado anteriormente. El rendimiento de los bonos a dos años, por ejemplo, se elevó de manera bastante brusca después de que la Reserva Federal acordara subir los tipos de interés de referencia de los fondos federales otros 25 puntos básicos, hasta el 2,75%, el 22 de marzo. Aunque esta medida ya había sido ampliamente prevista, a los participantes en el mercado les resultó sorprendente la declaración del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal que se publicó conjuntamente con la decisión de subir los tipos, en la que constaba que «las presiones sobre la inflación han repuntado en los últimos meses y la capacidad de fijación de los precios es más evidente». En consecuencia, la tasa de inflación implícita a diez años se incrementó hasta aproximadamente el 2,9% el 6 de abril. Al mismo tiempo, es posible que las expectativas del mercado sobre el crecimiento económico en Estados Unidos se hayan revisado ligeramente al alza tras la publicación de datos positivos sobre la actividad económica, como sugiere el moderado aumento del rendimiento de los bonos a diez años iniciados con la inflación en marzo.

A diferencia de Estados Unidos, los participantes en el mercado parecieron revisar levemente a la baja sus expectativas de crecimiento económico de la zona del euro, probablemente debido a la persistencia de los elevados precios del petróleo, que siguen aumentando, y a la publicación de datos macroeconómicos, en general, contradictorios. Como consecuencia de esto, el rendimiento de los bonos franceses iniciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, y con vencimiento en el 2012, descendió aproximadamente 25 puntos básicos entre finales de febrero y el 6 de abril. No obstante, el hecho de que el rendimiento de los bonos italianos similares iniciados con la inflación y con vencimiento en el 2008 registrara una caída más pronunciada (40 puntos básicos) sugiere que ha aumentado la preocupación de los inversores acerca de las perspectivas de crecimiento de corto a medio plazo de la zona del euro. Esta interpretación también es acorde con el hecho de que la curva del tipo de interés *forward* implícito a un día de la zona del euro se modificara a la baja, sobre todo en horizontes temporales a corto y medio plazo (véase gráfico 11). No obstante, no puede descartarse que parte de las fluctuaciones en los tipos de interés reales y nominales observadas en marzo y en meses anteriores también obedecieran a factores distintos de las variables macroeconómicas fundamentales (véase recuadro 2).

Gráfico 10 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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



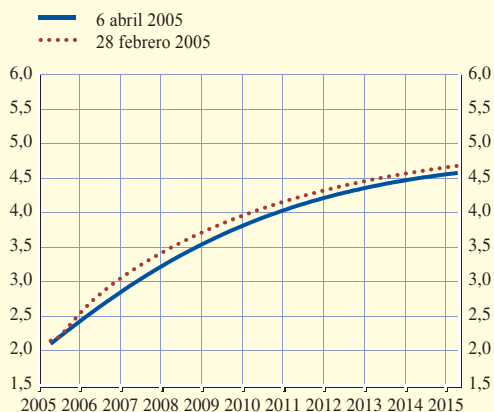
Fuente: Bloomberg.

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

Al mismo tiempo, la preocupación de los participantes en el mercado en relación con las presiones inflacionistas en la zona del euro puede haber aumentado ligeramente, como sugiere el incremento de unos 15 puntos básicos de la tasa de inflación implícita a diez años (calculada como el diferencial entre el rendimiento de bonos franceses nominales e indicados con la inflación con vencimiento en el 2012) entre el final de febrero y el 6 de abril, fecha en que se situó en torno al 2,2%. No obstante, la tasa de inflación implícita a un plazo más corto, calculada a partir del rendimiento de los bonos italianos nominales e indicados con la inflación con vencimiento en el 2008 registró un aumento más pronunciado, de unos 30 puntos básicos, lo que indica que la preocupación por la inflación de los participantes en el mercado podría haberse acentuado, sobre todo en horizontes temporales más cortos. El aumento de las tasas de inflación implícita de la zona del euro pareció obedecer principalmente a la evolución reciente de los precios del petróleo.

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*.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS REALES A LARGO PLAZO

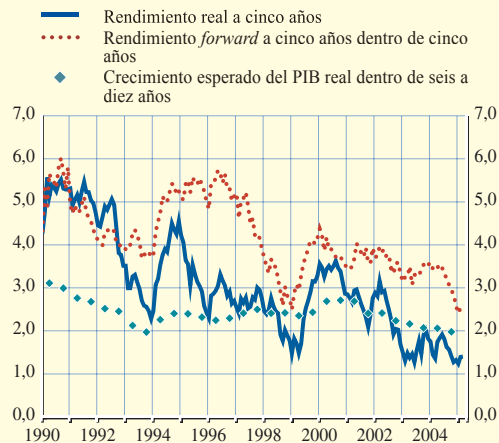
Los tipos de interés reales a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos experimentaron un fuerte descenso desde mediados del 2004 hasta mediados de febrero del 2005. La caída afectó, en particular, a los tipos de interés reales *forward* a largo plazo, que se situaron en niveles muy bajos desde una perspectiva histórica, mientras que los tipos al contado a más corto plazo registraron un menor descenso en la zona del euro e incluso aumentaron en Estados Unidos. A pesar del reciente repunte, los tipos al contado y los tipos *forward* se mantienen en niveles reducidos si se comparan con las expectativas de crecimiento obtenidas de las encuestas. En este recuadro se evalúan los factores que podrían haber sido los determinantes de la reciente evolución de los tipos de interés reales a largo plazo.

En los gráficos A y B se representan el rendimiento real de los bonos al contado a cinco años y el rendimiento real de los bonos *forward* implícitos a cinco años dentro de cinco años en la zona del euro y en Estados Unidos en los últimos 14 años¹. Desde mediados del 2004, el rendimiento real de los bonos *forward* se ha reducido mucho más que el rendimiento de los bonos al contado. Esto es destacable pues, en promedio, los tipos de interés al contado a más corto plazo tienden a fluctuar más que los tipos de interés *forward*. De hecho, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, los tipos de interés *forward* reales a cinco años se mantuvieron bastante estabilizados en los años anteriores, pese a algunos movimientos más bruscos del tipo de interés al contado real a cinco años.

1 Los rendimientos reales de los bonos al contado a cinco años y de los bonos *forward* (implícitos) a cinco años dentro de cinco años se obtienen descontando, respectivamente, el rendimiento de la deuda pública con cupón cero a cinco años y el rendimiento de la deuda pública con cupón cero a cinco años dentro de cinco años con las expectativas de inflación para períodos comparables recogidas en Consensus Economics.

Gráfico A Rendimientos reales al contado y forward a cinco años y expectativas de crecimiento del PIB real dentro de seis a diez años en la zona del euro

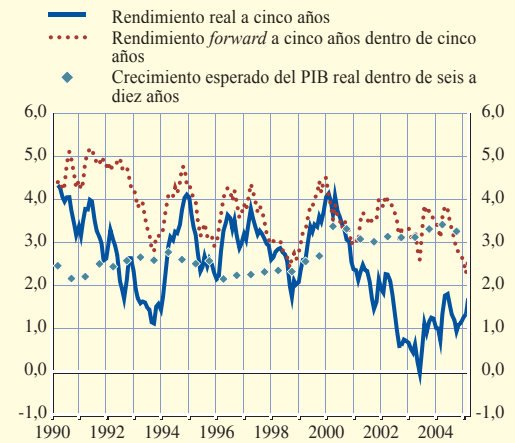
(en porcentaje, datos mensuales)



Fuentes: Consensus Economics, Deutsche Bundesbank y cálculos del BCE.

Gráfico B Rendimientos reales al contado y forward a cinco años y expectativas de crecimiento del PIB real dentro de seis a diez años en Estados Unidos

(en porcentaje, datos mensuales)



Fuentes: Consensus Economics, BPI y cálculos del BCE.

Las explicaciones del descenso de los tipos *forward* a largo plazo que se han propuesto últimamente pueden agruparse en tres amplias categorías. En primer lugar, está el enfoque macroeconómico, que subraya la importancia de los factores fundamentales a largo plazo en la determinación de los tipos de interés. En segundo lugar, se ha argumentado que los factores estructurales han impulsado la demanda de valores de renta fija y que, por tanto, ha podido reducirse la prima de riesgo de los bonos, en especial la de los bonos con plazos más largos. Por último, las posiciones especulativas pueden haber acentuado el descenso del rendimiento de los bonos a largo plazo, mientras que la amplia liquidez existente en la economía mundial tras los prolongados períodos de política monetaria acomodaticia también se ha mencionado como otro posible factor que ha podido facilitar la reducción de los rendimientos.

Con respecto a los factores macroeconómicos, la preocupación de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento a largo plazo en las principales economías parece haber desempeñado un papel bastante menos importante en la explicación de la evolución reciente del mercado de renta fija. A pesar de la decepción del mercado con las cifras de crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre en algunos países de la zona del euro y con la publicación de un conjunto de datos peor de lo esperado, las perspectivas de crecimiento a largo plazo, dentro de seis a diez años, medidas por Consensus Economics, por ejemplo, no se han debilitado significativamente en la zona del euro (véase gráfico A). En Estados Unidos, parece que los participantes en el mercado han percibido que las perspectivas de crecimiento económico son sólidas, y, al mismo tiempo, los tipos oficiales se han elevado. Así pues, la evolución de las expectativas de crecimiento a largo plazo no parecen justificar el descenso del rendimiento real de los bonos en Estados Unidos y en la zona del euro.

Esto implica que deben ser otros factores, relacionados principalmente con cambios en las primas de riesgo, los responsables de la evolución reciente del mercado de renta variable. Los cambios estructurales, que, en general, parecen haber aumentado la demanda de bonos a plazo más largo, pueden haber dado lugar a que se demanden primas de riesgo menores por los bonos. En Estados Unidos, es

probable que las masivas adquisiciones de deuda pública por parte de los bancos centrales de la región asiática hayan tenido un impacto significativo sobre el rendimiento de los bonos a largo plazo². Hay, sin embargo, ciertos indicios de que este factor ha desempeñado un papel menos prominente en la evolución más reciente del rendimiento de los bonos porque la demanda de bonos del Tesoro de Estados Unidos por parte de inversores oficiales extranjeros e institucionales se estabilizó a principios del 2005, como indican los datos publicados por la Reserva Federal. En la zona del euro, parece que, sobre todo, los fondos de pensiones han aumentado sus tenencias de valores a largo plazo. Esto queda de manifiesto en el gráfico C, que muestra las compras netas acumuladas en un año de valores a plazo más largo y de acciones cotizadas por los fondos de pensiones y las empresas de seguro de la zona del euro³.

Las adquisiciones de bonos a largo plazo por los fondos de pensiones y las empresas de seguros han aumentado en el período posterior al estallido de la burbuja tecnológica de comienzos del año 2000. Al mismo tiempo, sus compras de valores de renta variable se han desacelerado considerablemente. Si bien los datos de flujos de fondos relativos a las adquisiciones de valores a largo plazo (es decir, con un vencimiento superior a un año) por parte de fondos de pensiones y empresas de seguros están disponibles solamente hasta el tercer trimestre del 2004, la evidencia anecdótica muestra una continuación de la tendencia de mayores compras de valores a largo plazo.

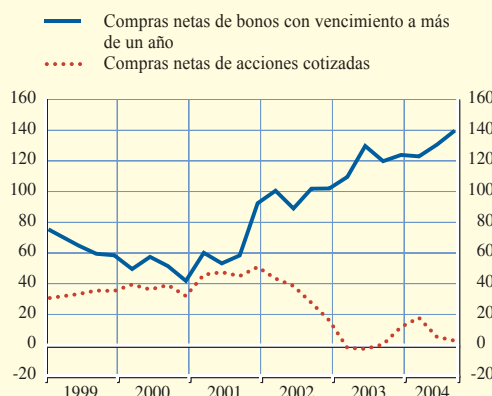
Parece que, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, están en marcha una serie de modificaciones en el entorno regulador de los fondos de pensiones y de las empresas de seguro de vida, cuyo objetivo es reducir los problemas de desajustes entre la duración de sus activos y pasivos. Se percibe, en general, que estos cambios en la normativa favorecerán la compra de renta fija en detrimento de otras clases de activos por parte de los fondos de pensiones y de las empresas de seguro de vida. Como resultado de estos cambios y de los efectos adelantados de la legislación propuesta, puede haberse dado un incremento de la demanda estructural de bonos a vencimientos más largos por parte de estas entidades.

Al mismo tiempo, el ahorro para las pensiones ha aumentado, al menos en la zona del euro, y es probable que continúe haciéndolo, especialmente a la luz de los retos demográficos, como el envejecimiento de la población en la mayoría de las economías desarrolladas. Esto puede haber provocado una reducción de la prima de riesgo de los bonos a largo plazo.

Además, aunque algunos de estos factores más estructurales apuntan a un cambio posiblemente permanente de los tipos de interés a largo plazo, el rápido descenso que se produjo en su rendimiento

Gráfico C Compras netas acumuladas en un año de bonos a largo plazo y de acciones cotizadas por empresas de seguros y fondos de pensiones en la zona del euro

(mm de euros; datos trimestrales)



Fuente: BCE.

2 Los datos de flujos de fondos incluyen también las empresas de seguro no vida. Sin embargo, se espera que la distorsión de las tendencias generales de este sector concreto sea de una magnitud relativamente pequeña.

3 Bernanke, B. S., V. R. Reinhart y B. P. Sack, «Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment», septiembre del 2004, Finance and Economics Discussion Series del Federal Reserve Board.

desde mediados del 2004 puede apuntar a que factores de mercado transitorios, relacionados con el comportamiento especulativo, pueden haber desempeñado también un papel. El supuesto uso generalizado de las denominadas *carry trades*, que generan ingresos por intereses al tomar prestado a tipos de interés a plazo muy corto e invertir en instrumentos a plazo más largo, puede haber amplificado la tendencia de los rendimientos decrecientes iniciada por factores más estructurales. Como dichas operaciones parecen hacer uso de las tendencias de mercado, pueden haber acentuado la desaceleración de los tipos de interés a largo plazo. Es posible que los flujos especulativos de este tipo reviertan en algún momento y que, por lo tanto, no tengan un efecto permanente sobre el nivel de los tipos de interés a largo plazo.

No puede excluirse de que la baja prima de riesgo incorporada en los bonos a largo plazo también esté relacionada con la abundante liquidez existente en el sistema financiero mundial tras períodos prolongados de política monetaria acomodaticia. Sin embargo, cabe señalar que, si bien puede parecer intuitivamente plausible la opinión de que la abundante liquidez da lugar a la inflación de precios de los activos, ésta es muy difícil de sostener empíricamente.

En resumen, no es probable que el reciente descenso de los tipos de interés reales a largo plazo refleje cambios significativos en las expectativas de crecimiento de los participantes en el mercado, sino que parece estar relacionado con la reducción de las primas de riesgo que se demandan para los bonos a plazo más largo, procedente de factores estructurales y temporales. Esta evolución requiere una atención continua y un análisis exhaustivo de los determinantes del precios de los activos financieros.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En enero del 2005, 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 los tipos similares a más largo plazo registraron una evolución dispar.

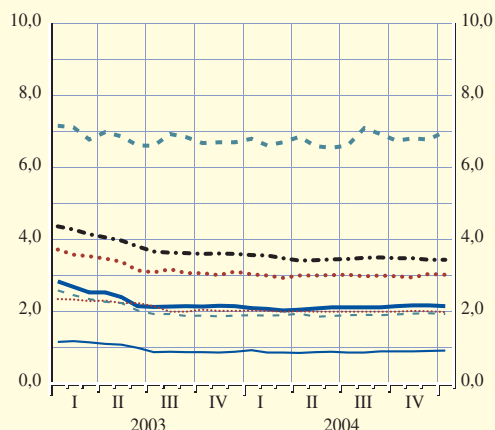
La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones prácticamente no experimentó cambios en enero del 2005 (véanse gráfico 12 y cuadro 4). La única excepción reseñable fue el aumento de 23 puntos básicos del tipo de interés a corto plazo aplicado a los préstamos para consumo de los hogares, debido principalmente al incremento registrado en dos países. No obstante, cabe observar que este tipo es muy volátil y que las fluctuaciones a corto plazo resultan difíciles de interpretar. Desde enero del 2004, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos han tendido a elevarse ligeramente, reflejando los movimientos en los tipos de interés de mercado correspondientes, mientras que la mayor parte de los tipos similares aplicados a los préstamos ha descendido levemente. Por ejemplo, en el período comprendido entre enero del 2004 y enero del 2005, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda (sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año) se redujeron más de 10 puntos básicos, en general, mientras que los tipos de interés a corto plazo de los préstamos de menor cuantía (hasta un millón de euros) a las sociedades no financieras cayeron unos 5 puntos básicos. En cambio, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se incrementó 6 puntos básicos en el mismo período.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones en enero del 2005 fue dispar (véanse gráfico 13 y cuadro 4). Por ejemplo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares se incrementaron aproximada-

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

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

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



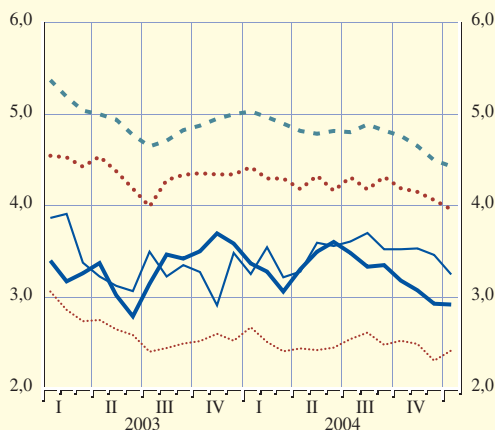
Fuente: BCE.

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

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

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

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



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.

mente 10 puntos básicos en enero del 2005, mientras que los tipos de los depósitos a las sociedades no financieras a plazo similar descendieron unos 20 puntos básicos. Esta evolución contradictoria se debió principalmente a los movimientos heterogéneos de los tipos de interés en los distintos países.

Si se considera un horizonte temporal más amplio, entre enero del 2004 y enero del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y a los depósitos disminuyeron. No obstante, en general, la caída de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los depósitos durante este período fue algo menos pronunciada que la de los tipos aplicados a los préstamos comparables. Por ejemplo, durante el citado período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos (por importe inferior o superior a un millón de euros y con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años) a las sociedades no financieras cayó unos 40 puntos básicos, mientras que el tipo aplicado a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años descendió 60 puntos básicos. Al

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

(en porcentaje; puntos básicos; ponderados¹⁾)

							Variaciones en puntos básicos hasta Ene 2005			
	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene	2003 Ene	2004 Ene	2004 Oct	2004 Dic
Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos										
Depósitos de los hogares										
A plazo hasta un año	1,92	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	-65	4	2	-1
A plazo a más de dos años	2,61	2,48	2,53	2,49	2,31	2,42	-64	-25	-11	11
Disponibles con preaviso hasta tres meses										
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,00	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	-36	-5	-2	-3
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras										
	0,87	0,90	0,89	0,89	0,91	0,92	-24	-1	3	1
Depósitos de las sociedades no financieras										
A plazo hasta un año	1,98	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	-68	5	0	-4
A plazo a más de dos años	3,70	3,52	3,53	3,53	3,46	3,25	-62	-1	-28	-21
Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos										
Préstamos a hogares para consumo										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año										
	7,09	6,93	6,75	6,81	6,78	7,01	-16	21	26	23
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año										
	3,49	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	-93	-13	-6	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años										
	4,89	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	-94	-60	-33	-7
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras										
	5,40	5,38	5,40	5,37	5,27	5,36	-84	-29	-4	9
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										
	4,02	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	-89	-7	-3	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años										
	4,71	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	-69	-39	-19	2
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros										
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año										
	2,98	3,00	2,98	2,95	3,04	3,03	-70	0	5	-1
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años										
	4,18	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	-59	-46	-23	-10
Pro memoria:										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	-68	6	0	-2
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,53	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	-25	-2	-8	3
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,33	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	-48	-45	-26	-1

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.

mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por este sector a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares sólo se redujeron 25 puntos básicos, y los de los depósitos de las sociedades no financieras prácticamente no registraron variaciones, lo que hizo que el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los depósitos y los tipos de interés de mercado a plazos similares se ampliara. Por ejemplo, en el período considerado, el rendimiento de la deuda pública a cinco años se redujo 45 puntos básicos.

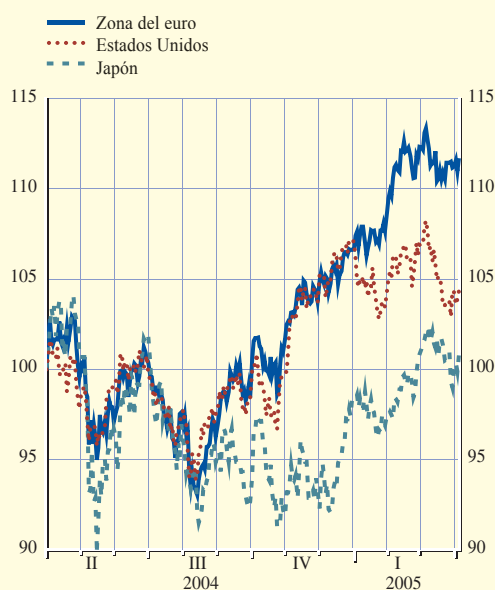
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En términos generales, la tendencia al alza que las cotizaciones bursátiles de la zona del euro venían mostrando desde mediados del 2004 se interrumpió en marzo, mes en el que las cotizaciones apenas registraron variaciones, en línea con la evolución de los mercados bursátiles internacionales. En marzo y a comienzos de abril, esos mercados se vieron influidos por varios factores, algunos de los cuales en direcciones opuestas. Por un lado, la renovada preocupación por los altos precios del petróleo, que seguían subiendo, parece haber tenido, en general, un efecto moderador sobre las cotizaciones bursátiles. Por otro lado, los favorables resultados empresariales que continuaban registrándose, especialmente en la zona del euro, ejercieron probablemente presiones opuestas al alza.

Interrumpiendo la tendencia generalizada al alza observada desde agosto del 2004, las cotizaciones bursátiles de las principales economías bajaron ligeramente en marzo (véase gráfico 14). En general, entre finales de febrero y el 6 de abril de 2005, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Japón, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Nikkei 225, respectivamente, experimentaron escasos cambios, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, retrocedieron en torno a un 1,5%. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre los índices bursátiles, sólo

Gráfico 14 Índices bursátiles

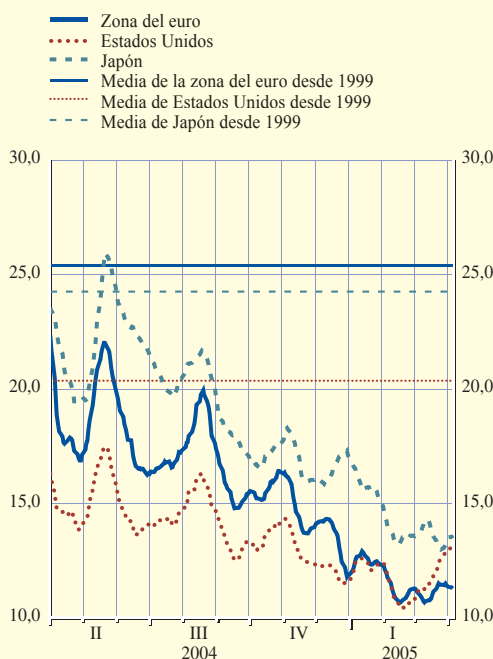
(índice: 1 abril 2004 = 100; datos diarios)



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.

creció de forma significativa en Estados Unidos y se mantuvo prácticamente estable en la zona del euro. Los niveles de volatilidad implícita de los mercados de renta variable registrados a comienzos de abril fueron todavía bastante bajos, en términos históricos, en todos los mercados (véase gráfico 15).

Varios factores influyeron en las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos. En particular, el acusado aumento de los precios del petróleo parece haber tenido, en general, un efecto moderador sobre las cotizaciones, cuya respuesta a la elevación de estos precios debería reflejar, entre otras cosas, las previsiones de crecimiento de los costes de los bienes intermedios de las empresas que, a su vez, tienden a rebajar las expectativas de beneficios empresariales. Además, el incremento del rendimiento de los bonos a largo plazo, que actúa como factor de descuento para las acciones, ejerció probablemente presiones a la baja sobre las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos.

Al igual que en Estados Unidos, los elevados y crecientes precios del petróleo observados a lo largo del período considerado tuvieron también un efecto moderador sobre las cotizaciones bursátiles de la zona del euro. Al mismo tiempo, los favorables resultados que seguían registrando las empresas de la zona ejercieron probablemente una influencia opuesta. Los datos de Thomson Financial Datastream indican que los beneficios por acción agregados de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX continuaron aumentando en marzo del 2005, con una tasa de crecimiento interanual cercana al 35%. La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a las perspectivas de evolución a corto plazo de las cotizaciones bursátiles, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, apenas experimentó cambios en la zona del euro en el último mes (véase gráfico 15). Así pues, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable de la zona del euro se mantuvo todavía muy por debajo de la media observada desde 1999.

La evolución por sectores mostró tendencias opuestas. Las cotizaciones bursátiles del sector de la sanidad superaron el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, mientras que las de las empresas de los sectores de tecnología y telecomunicaciones bajaron. Este descenso fue reflejo, en parte, de la preocupación de los inversores ante la posibilidad de que los resultados de estas empresas no respondieran a las expectativas relativamente elevadas de beneficios implícitas en los precios de estas acciones.

3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,1% en febrero del 2005, desde el 1,9% registrado en el mes anterior, como consecuencia de las presiones al alza generadas por los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Sin embargo, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, descendió al 1,6%. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo estable en el 2,1% en marzo. La tasa de variación interanual de los precios industriales aumentó por segundo mes consecutivo, situándose en el 4,2% en febrero. Esta renovada evolución al alza es resultado, principalmente, de la subida de los precios del petróleo, que se traduce en un mayor incremento de los precios industriales de la energía. Los indicadores de costes laborales que acaban de ser publicados confirman la moderación del crecimiento salarial en el 2004. De cara al futuro, es probable que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro venga determinada, en el corto plazo, por los precios del petróleo. En general, los últimos indicadores disponibles no sugieren que se estén desarrollando fuertes presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE MARZO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro permaneció estable en el 2,1% en marzo del 2005 (véase cuadro 5). Aunque no se dispone todavía de información detallada, es probable que la tasa de variación interanual de los precios energéticos se haya elevado, como reflejo de la tendencia reciente de los precios del petróleo. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados puede haber disminuido, como resultado de un efecto de base derivado de los impuestos sobre el tabaco aplicados en algunos países de la zona del euro en marzo del año pasado. No obstante, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN FEBRERO DEL 2005

En febrero del 2005, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ascendió al 2,1%, lo que supuso un aumento de 0,2 puntos porcentuales con respecto al mes anterior (véase gráfico 16) y de 0,1 puntos porcentuales en relación con el avance de Eurostat. Este ascenso fue determinado, fundamentalmente, por el incremento relativamente acusado de los precios de los componentes más volátiles del IAPC, es decir, la energía y los alimentos no elaborados. En particular, la tasa de variación interanual

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

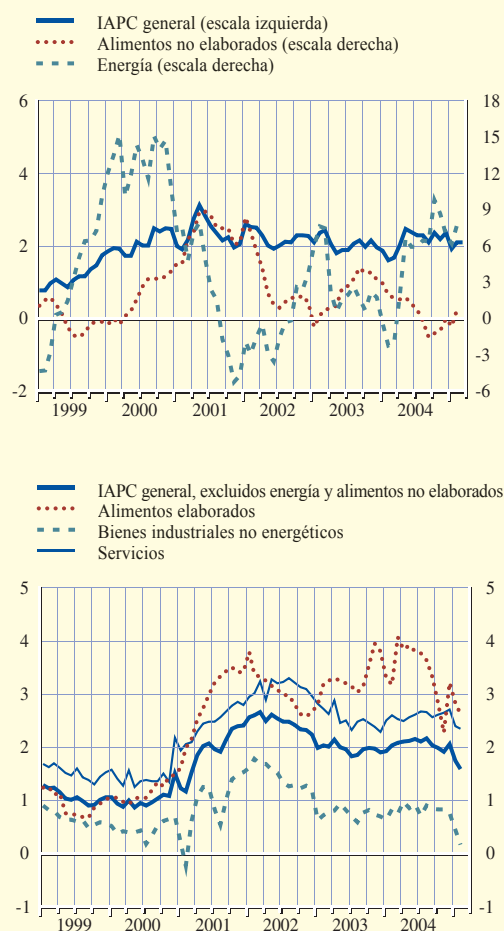
	2003	2004	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene	2005 Feb	2005 Mar
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1
Energía	3,0	4,5	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	.
Servicios	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	1,4	2,3	4,1	3,7	3,5	3,9	4,2	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	39,4	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	3,7	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

1) La inflación medida por el IAPC de marzo del 2005 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

de los precios energéticos se elevó, como consecuencia de la pronunciada subida de los precios del petróleo registrada en febrero. El aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados fue resultado tanto de un efecto de base como de las condiciones meteorológicas desfavorables observadas en febrero en algunos países de la zona del euro.

En febrero, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, disminuyó 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, situándose en el 1,6%. Sin embargo, este descenso fue debido, en gran medida, a la contribución negativa de los precios de algunos componentes volátiles y de carácter marcadamente estacional, como los artículos de vestir, el calzado y las vacaciones organizadas. La tasa de variación interanual de los alimentos elaborados se redujo también, como reflejo, posiblemente, de anteriores descensos de los precios de los alimentos no elaborados. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a bajar en febrero, hasta el 0,2% desde el 0,5% de enero. Es todavía difícil determinar si esta evolución es consecuencia de la modificación del patrón estacional de rebajas o si refleja una moderación más sostenida. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,4% en febrero. Sin embargo, ello ocultó una fuerte caída, en relación con el mes anterior, de los precios de las vacaciones organizadas, que se caracterizan por su volatilidad estacional.

Por lo que respecta a los datos de las encuestas de opinión sobre la percepción de la inflación, en el recuadro 3 titulado «Percepciones de los consumidores acerca de la inflación: ¿todavía no concuerdan con las estadísticas oficiales?» se analiza la discrepancia entre la inflación percibida, recogida en la encuesta de opinión de la Comisión Europea, y la evolución de la inflación medida por el IAPC observada en los últimos años.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales, excluida la construcción, ascendió al 4,2% en febrero del 2005, desde el 3,9% de enero (véase gráfico 17). Esta renovada evolución al alza fue consecuencia, básicamente, de la elevada y creciente tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía, que subió del 8,1% de enero al 9,7% de febrero, como reflejo de los aumentos de los precios del petróleo registrados durante el mismo período. Por el contrario, la tasa de variación

Recuadro 3

PERCEPCIONES DE LOS CONSUMIDORES ACERCA DE LA INFLACIÓN: ¿TODAVÍA NO CONCUERDAN CON LAS ESTADÍSTICAS OFICIALES?

Tras la introducción de los billetes y monedas en euros en enero del 2002, la estrecha relación que existía anteriormente entre las percepciones de los consumidores acerca de la inflación y la inflación observada medida por el IAPC parece haberse quebrantado (véase gráfico). La Comisión Europea realiza mensualmente una encuesta de opinión entre los consumidores sobre su percepción de la inflación. Los resultados de la encuesta se sintetizan en un indicador cualitativo, que corresponde a la diferencia entre la proporción ponderada de encuestados que responden que los precios de consumo han subido en los doce últimos meses y la proporción ponderada de los que contestan que los precios han bajado o que se han mantenido aproximadamente igual durante el mismo período. Así pues, el indicador de inflación percibida se presenta en forma de estadística de saldos y sólo proporciona una información cualitativa sobre la percepción del cambio de dirección de la inflación en los doce últimos meses. Aunque no se registró ningún cambio brusco en la inflación observada a comienzos del 2002, el indicador cualitativo de inflación percibida experimentó un aumento espectacular, alcanzando un máximo global en enero del 2003. Desde entonces, la inflación percibida se ha moderado y la diferencia que mostraba con respecto a la evolución de los precios observados se ha ido reduciendo gradualmente. En el 2004, ha continuado el ajuste a la baja de la inflación percibida en la zona del euro, pero queda margen todavía para ulteriores correcciones.

Se han esgrimido varios argumentos para explicar la discrepancia entre la inflación percibida y la evolución de la inflación observada que se produjo justo después del cambio de moneda¹. En particular, los precios de varios productos, a los que los consumidores pueden asignar un peso más elevado que su ponderación efectiva en el IAPC (por ejemplo, los alimentos, la energía) porque los adquieren con mayor frecuencia, subieron efectivamente más, en términos relativos, en la época del cambio de moneda. Aunque algunos de estos aumentos de precios no estuvieron relacionados con la introducción de los billetes y monedas en euros, muchos consumidores parecen haberlos asociado al cambio de moneda. De hecho, según las estimaciones de Eurostat, el impacto de la introducción de la nueva moneda se situó entre 0,12 y 0,29 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el 2002.

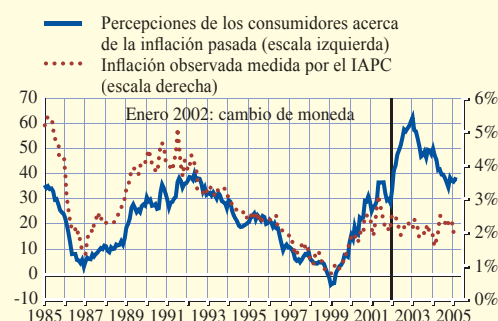
En la última encuesta de la Comisión Europea sobre la actitud del público en general ante el euro, publicada en diciembre del 2004², el 95% de los ciudadanos de la zona del euro consideran que la introducción del euro impulsó el aumento de los precios. Cabe destacar que esta opinión es compartida de forma generalizada, sin distinciones de sexo, edad, nivel cultural, categoría social o situación geográfica.

1 Para más información, véanse los recuadros sobre la percepción de la inflación en la zona del euro publicados en los Boletines Mensuales de julio del 2002 y octubre del 2003.

2 Comisión Europea (2004), «The euro, three years later», Flash Eurobarometer 165, diciembre.

Gráfico Percepciones de los consumidores acerca de la inflación pasada e inflación observada medida por el IAPC

(saldos netos; tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: El último dato disponible relativo a la inflación observada medida por el IAPC es el que proporciona el avance de Eurostat correspondiente al mes de marzo del 2005. Las series temporales del IAPC anteriores a 1990 se basan en los IPC nacionales y no son totalmente comparables con el IAPC.

Unos estudios empíricos recientes han puesto de manifiesto el papel de los factores psicológicos para explicar la discrepancia entre las percepciones de los consumidores acerca de la inflación y la evolución de la inflación observada. Entre estos factores psicológicos hay que mencionar, en particular, la importancia de las expectativas a priori. Por ejemplo, el firme convencimiento de que los precios se elevarían o serían redondeados, en detrimento de los consumidores, parece haber influido de forma constante y significativa en la posterior percepción de la inflación³.

Además, existe evidencia de que la lenta adaptación de los ciudadanos al euro puede haber influido también. En efecto, se ha demostrado que la percepción de la inflación parece reflejar la dificultad de los consumidores para adaptarse a la nueva moneda⁴. En consecuencia, un factor explicativo de la inercia que impide corregir la percepción de la inflación podría ser que casi la mitad de los ciudadanos de la zona del euro siguen contestando que tienen «much» o «alguna» dificultad en manejar el euro, tal y como se desprende de la citada encuesta de diciembre del 2004 de la Comisión Europea.

Por último, las monedas nacionales continúan siendo un punto de referencia básico para una elevada proporción de ciudadanos de la zona del euro. Las respuestas a la encuesta de diciembre del 2004 de la Comisión Europea revelaron que, en las operaciones del día a día, un 25% de los encuestados cuentan mentalmente sólo en su antigua moneda nacional y un 22% cuentan en euros y/o en su moneda nacional. La proporción de personas que utilizan su moneda nacional como referencia aumenta de forma extraordinaria en las compras de carácter excepcional (como la adquisición de un coche o una vivienda), en las que no más de un 19% cuentan mentalmente sólo en euros. Por lo tanto, puede existir todavía cierta confusión entre un nivel de precios de referencia en las antiguas monedas nacionales, que ha permanecido «congelado en el tiempo» en la mente de los consumidores, y el precio de referencia en euros de doce meses antes, que se supone que los consumidores deben recordar cuando contestan a las preguntas de las encuestas sobre su percepción de la inflación.

Análisis de la evolución por países de la zona del euro

Las percepciones de los consumidores acerca de la inflación aumentaron, aunque en distinta medida, en todos los países de la zona del euro cuando se produjo el cambio de moneda (véase cuadro). Sin embargo, desde mediados del 2003 se ha observado una clara tendencia a la baja de este indicador en Alemania, Italia, Irlanda y Países Bajos. En menor medida, la inflación percibida ha disminuido también en España, Luxemburgo y Portugal, mientras que se ha mantenido prácticamente estable en Grecia, Francia, Austria y Finlandia. Sólo en Bélgica se ha observado una tendencia al alza en la inflación percibida. Dos factores pueden explicar la tendencia hacia un ajuste a la baja de la inflación percibida en la mayor parte de los países de la zona del euro. En primer lugar, en algunos casos, especialmente en Italia, Países Bajos y Portugal, el ajuste a la baja de la inflación percibida coincidió con un descenso de la inflación observada medida por el IAPC. En segundo lugar, el ajuste a la baja registrado en algunos países parece ser una reacción a la notable elevación de la inflación percibida en el 2002 y 2003. En particular, esto explica probablemente el descenso de la inflación percibida observado en Alemania en los dos últimos años. Sin embargo, pese a la reciente disminución de la inflación percibida en la mayor parte de los países de la zona del euro, cabe resaltar que, si se compara con la proporción de consumidores que tenían la percepción de

3 Traut-Mattausch E., Schulz-Hardt S., Greitemeyer T. and Frey D. (2004), «Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro», *European Journal of Social Psychology*, vol. 34, Nº. 6, pp. 739-760.

4 Mastrobuoni G. (2004), «The effect of the euro-conversion on prices and price perceptions», CEPS Working Paper Nº. 101, septiembre.

Cuadro Percepciones de los consumidores acerca de la inflación pasada en todos los países de la zona del euro

(saldos netos; datos desestacionalizados)

	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 IV menos 2001 IV
Bélgica	40	39	45	49	48	47	48	52	18
Alemania	39	68	47	28	34	28	27	24	-16
Grecia	28	36	67	67	67	67	68	67	49
España	31	44	59	54	59	54	52	53	28
Francia	21	43	45	47	52	46	46	43	16
Irlanda	48	51	60	47	55	45	44	46	10
Italia	29	38	67	51	67	53	42	40	24
Luxemburgo	-	35	39	39	42	38	38	40	-
Países Bajos	44	73	72	37	50	37	33	29	-15
Austria	16	30	37	39	42	41	36	38	27
Portugal	37	42	51	45	47	48	41	44	7
Finlandia	-13	0	-7	-8	-11	-9	-9	-5	11
Zona del euro	31	51	51	41	48	41	38	37	8

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

que la inflación era elevada a finales del 2001, la mayoría de los consumidores tiene todavía esta impresión en la actualidad. Solamente en Alemania y en los Países Bajos, el indicador cualitativo de inflación percibida se sitúa en estos momentos en un nivel inferior al registrado en la época de la introducción de los billetes y monedas en euros.

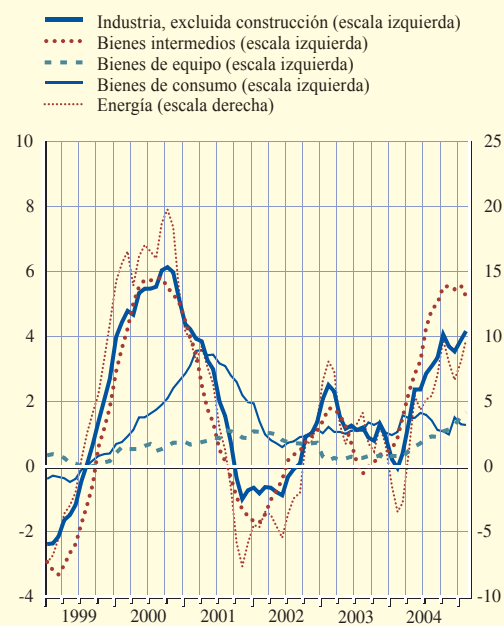
En general, pese a las disparidades observadas entre los distintos países, parece que podrá seguir reduciéndose la diferencia entre la inflación percibida y la inflación observada en la zona del euro, a medida que pase el tiempo y que los ciudadanos se vayan acostumbrando más al euro.

interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó ligeramente, hasta situarse en el 2,8% en febrero. En lo que respecta a los distintos componentes de los precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios descendió levemente en febrero, hasta el 5,2% desde el 5,6% del mes anterior, aunque siguió siendo relativamente alta, como resultado, probablemente, del incremento experimentado por los precios de las materias primas en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo permaneció estable en el 1,3% en febrero, con lo que se mantuvo la tendencia observada en los dos últimos años, en los que se registró un crecimiento relativamente bajo. Esta evolución sugiere que las presiones sobre la inflación medida por los precios de consumo generadas por la subida de los precios industriales han sido muy limitadas hasta el momento. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo, aumentó desde el 1,5% de enero al 1,7% de febrero, manteniendo la tendencia gradual al alza evidenciada desde comienzos del 2004.

El índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras, volvió a bajar en marzo del 2005 (véase gráfico 18). Al mismo tiempo, el índice de precios de los bienes intermedios se mantuvo por encima de 50, señalando un aumento sostenido, aunque más lento, de estos precios, como consecuencia, probablemente, de los elevados precios del petróleo y de algunas materias primas, como el acero. Asimismo, el índice de precios cobrados en

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 18 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Research.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

el sector manufacturero descendió en marzo, aunque permaneció por encima de 50, reflejando también un incremento continuo, aunque menos acelerado, de los precios industriales, lo que sugiere que los productores siguieron trasladando parte de la subida de los precios de los bienes intermedios a lo largo de la cadena de precios. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios y de los precios cobrados descendió en marzo, aunque se mantuvo por encima de 50, señal de que persistía la tendencia al alza.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales correspondientes al cuarto trimestre del 2004 siguen apuntando a una evolución moderada de los salarios. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se situó en el 2,2% en el cuarto trimestre, 0,2 puntos porcentuales por encima de la observada en el trimestre precedente, pero ligeramente por debajo de la registrada en el primer semestre del año (véase cuadro 6).

Otros indicadores de costes laborales confirman el panorama general de moderación salarial en la zona del euro (véase gráfico 19). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el sector de empresas no agrícolas aumentó en el cuarto trimestre del 2004, hasta el 2,2% desde el 1,8% del tercer trimestre. Este panorama general de moderación salarial se aprecia mejor desde una perspectiva a más largo plazo, considerando que el crecimiento de los costes laborales por hora en el conjunto del año 2004 se situó en el 2,3%, frente al 3,4% y 2,7% en el 2002 y 2003, respectivamente.

Por lo que se refiere a la remuneración por asalariado, cabe esperar cierto repunte en el cuarto trimestre, debido a la reducción del impacto excepcional de los datos del sector público italiano registrado en el tercer trimestre. No obstante, desde una perspectiva a más largo plazo, se observa una moderación generalizada

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

en la industria, los servicios y, aunque en menor medida, en la construcción. La tasa de variación interanual de la productividad del trabajo cayó al 0,9% en el cuarto trimestre del año pasado, desde el 1,3% del tercer trimestre, con lo que prosiguió la desaceleración cíclica puesta de manifiesto anteriormente. Esta evolución podría suponer un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios en el cuarto trimestre, aunque hasta un nivel todavía relativamente reducido en términos históricos.

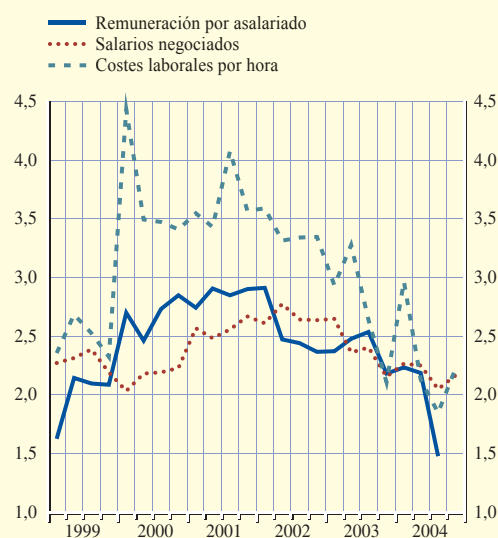
En conjunto, las presiones inflacionistas generadas por el mercado de trabajo en el período transcurrido hasta el final del 2004 fueron muy limitadas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá, probablemente, ligeramente por encima del 2% en los próximos meses y su evolución a corto plazo estará determinada por el comportamiento de los precios del petróleo. A medio plazo, los últimos indicadores disponibles no sugieren que se estén desarrollando fuertes presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. En particular, debería mantenerse la contención salarial, en un contexto de moderado crecimiento económico y de debilidad de los mercados de trabajo. Sin embargo, al mismo tiempo han de tenerse en cuenta varios riesgos alcistas. El incremento sostenido de los precios del petróleo y la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados habrán de ser objeto de un estrecho seguimiento. También será necesario vigilar el posible riesgo de que efectos secundarios derivados de anteriores aumentos de la inflación influyan en la fijación de precios y salarios. La responsabilidad de los interlocutores sociales es particularmente importante a este respecto. Asimismo, la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo habrá de ser observada con atención.

Gráfico 19 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se redujo, en promedio, al 0,2% en el segundo semestre del 2004, frente al 0,6% del primer semestre del año pasado. El lento crecimiento del cuarto trimestre se debió a las contribuciones negativas de la variación de existencias y de la demanda exterior neta, que contrarrestaron parcialmente el repunte registrado en la contribución de la demanda interna. La producción industrial volvió a cobrar impulso a finales de año, pero los indicadores de las encuestas más recientes presentan señales dispares. Los indicadores del gasto de los hogares también las presentan en lo que respecta a la evolución del consumo privado a comienzos del año. En cuanto al mercado de trabajo, los datos y los indicadores disponibles muestran una situación prácticamente estable a comienzos del 2005.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

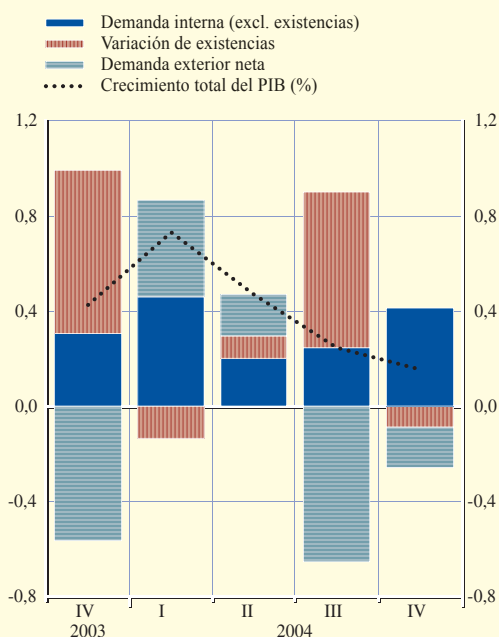
Se estima que el crecimiento del PIB real en la zona del euro se ha debilitado en el segundo semestre del 2004. Las estimaciones apuntan a una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,2% en el tercer y cuarto trimestres del 2004, frente al 0,6%, en promedio, del primer semestre del año.

La desagregación del gasto del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2004 pone de manifiesto una evolución relativamente favorable de la demanda interna (excluidas las existencias), pero la trayectoria de las existencias y de la demanda exterior neta fue menos positiva. La contribución al crecimiento de la demanda interna (excluidas las existencias) se fortaleció en el cuarto trimestre, mientras que la variación de existencias y la demanda exterior neta tuvieron una aportación

negativa (véase gráfico 20). La mayor contribución de la demanda interna es atribuible a un repunte del crecimiento del consumo privado, tras dos trimestres de estancamiento, mientras que el crecimiento de la inversión mantuvo su impulso. La contribución negativa de las existencias en el cuarto trimestre podría reflejar una reversión parcial del aumento excepcionalmente elevado de las existencias en el trimestre anterior. En la vertiente exterior, la disminución del crecimiento de las exportaciones en el cuarto trimestre, como consecuencia de la ralentización de la demanda exterior y de los efectos de la apreciación del euro, se vio compensada con creces por un descenso significativo del crecimiento de las importaciones. Por tanto, la demanda exterior neta supuso un menor lastre para el crecimiento en el cuarto trimestre que en el tercero.

Gráfico 20 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Se considera que los efectos estadísticos de los días laborables han contribuido a que se estimase un escaso crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2004. Para el año en su conjunto, se estima que el PIB real ha aumentado un 1,8%, en cifras ajustadas por días laborables, y un 21% en cifras no ajustadas, debido al número excepcionalmente elevado de días laborables en el 2004.

La reducción del crecimiento entre el primer y el segundo semestre del 2004 fue generalizada en todos los sectores. Sin embargo, si bien parece que los servicios han recuperado cierto impulso entre el tercer y el cuatro trimestre, la desaceleración del crecimiento en la industria en su conjunto parece haber continuado. Más concretamente, el valor añadido en la industria, excluida la construcción, registró una nueva desaceleración en el último trimestre del 2004, mientras que la construcción parece haberse recuperado en cierta medida

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

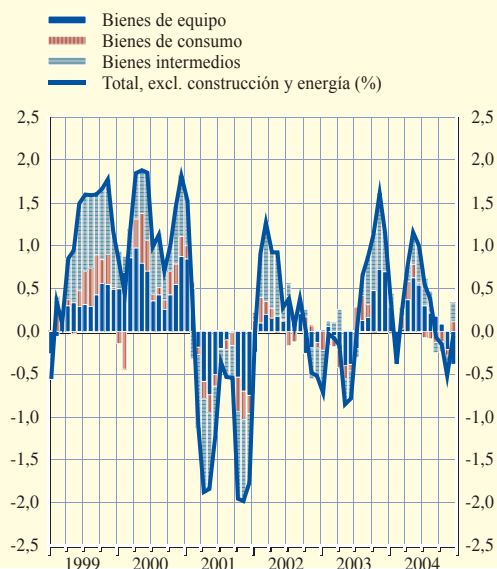
Tras la contracción registrada en el cuarto trimestre del 2004, la producción industrial (excluida la construcción) comenzó favorablemente el año 2005, lo que respalda la opinión de que podría esperarse una recuperación en el primer trimestre. La producción industrial aumentó, en tasa intermensual, en diciembre del 2004 y en enero del 2005, por lo que el punto de partida para el primer trimestre fue elevado. De hecho, en enero la producción industrial superó en un 0,6% el valor medio registrado en el cuarto trimestre del 2004. También pueden percibirse algunas señales de mejora a partir de una media móvil de tres meses menos volátil. En términos de variaciones intertrimestrales, el crecimiento de la producción industrial se tornó positivo en el período transcurrido hasta enero, tras haber descendido previamente.

En cuanto a las principales ramas de actividad, en enero se registró un crecimiento intermensual de la producción de bienes de equipo y de bienes intermedios, aunque se produjo un estancamiento en los bienes de consumo y una contracción en el sector energético. En enero, el crecimiento fue más vigoroso en los bienes de equipo, donde el descenso observado en el cuarto trimestre del 2004 había sido más pronunciado. No obstante, sobre la base de medias móviles de tres meses, la producción de bienes de equipo se redujo considerablemente en el período comprendido entre noviembre del 2004 y enero del 2005, frente a los tres meses anteriores, mientras que la producción de bienes intermedios y de consumo se elevó en el mismo horizonte temporal (véase gráfico 21). En el caso de los bienes de consumo, esta mejora oculta una trayectoria diferente de los bienes de consumo duradero y de los bienes de consumo no duradero. Mientras que en los bienes de consumo no duradero se observó alguna mejora, los bienes de consumo duradero se contrajeron.

En las manufacturas, los nuevos pedidos cayeron sustancialmente en enero. Esta caída no quedó contrarrestada totalmente por el fuerte incremento del mes anterior, por lo que la evolución de los nuevos pedidos todavía parece estar en consonancia con la tendencia al alza observada en el 2004. El hecho de que el máximo registrado en los nuevos pedidos en diciembre parezca estar relacionado con la magnitud de los nuevos pedidos en el transporte en algunos países de la zona del euro corrobora esta interpretación.

Gráfico 21 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

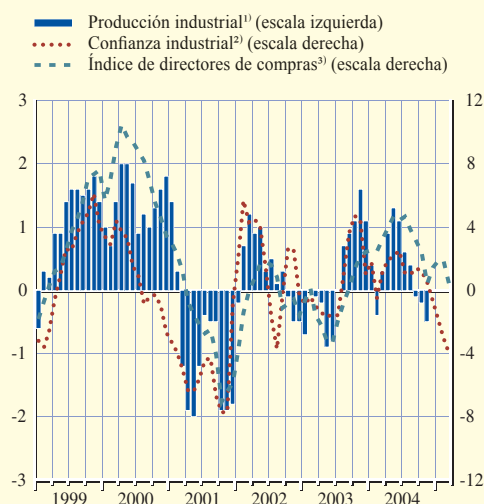


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research y cálculos del BCE.

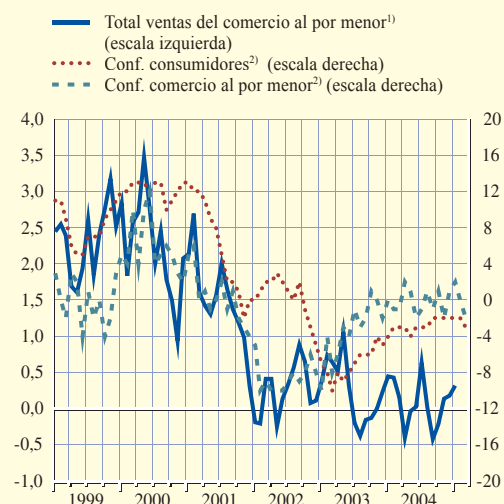
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos; variaciones en comparación con los tres meses anteriores.

3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

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

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.

2) Saldos netos; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para la confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

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

Los datos de las encuestas relativos a la industria y a los servicios indican un crecimiento sostenido, pero moderado, en el primer trimestre del 2005. En lo que se refiere a la industria, el índice de directores de compras y el indicador de confianza de la Comisión Europea sugieren que, en el mejor de los casos, las condiciones pueden haberse estabilizado en el primer trimestre (véase gráfico 22). Después de que se produjera un leve repunte a principios de año, el índice volvió a caer en marzo. Todos los componentes del índice de directores de compras contribuyeron a este descenso. En promedio, el índice se mantuvo estable en el primer trimestre, en comparación con el cuarto trimestre del 2004, y sólo superó ligeramente el umbral de expansión. El panorama obtenido del índice de directores de compras queda corroborado por el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea. En marzo, este indicador continuó el descenso observado en los últimos meses y retrocedió a los niveles registrados a finales del 2003, anulándose todas las mejoras logradas en el 2004. El deterioro de la confianza industrial en marzo fue generalizado en todos los componentes de este indicador

En los servicios, la situación parece haberse mantenido sin cambios desde el cuarto trimestre del 2004, cuando el valor añadido de los servicios se elevó un 0,4% en tasa intertrimestral. El índice de directores de compras de los servicios tampoco registró prácticamente variaciones en el primer trimestre del 2005, en comparación con el cuarto trimestre del 2004. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea empeoró en marzo, pero se ha mantenido prácticamente estable desde finales del 2003.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores disponibles del gasto de los hogares presentan señales dispares en cuanto a si el fortalecimiento del crecimiento del consumo privado registrado a finales del 2004 se mantendrá en el primer trimestre del 2005. El repunte registrado en el consumo privado en el cuarto trimestre del 2004, tras dos trimestres de estancamiento,

puede atribuirse a un aumento sustancial de las matriculaciones de automóviles y a la contribución positiva del consumo no minorista. En el mismo trimestre, las ventas del comercio al por menor siguieron un curso moderado. Sin embargo, en los dos primeros meses del 2005, así como en diciembre del 2004, el variable indicador de matriculaciones de automóviles registró una contracción intermensual, realizando las ventas de automóviles una contribución positiva al crecimiento del consumo privado, a diferencia del primer trimestre del 2005. Por el contrario, el volumen de ventas al por menor se elevó en enero y febrero, lo que proporciona algunas señales positivas para el primer trimestre (véase gráfico 23). Sin embargo, la exigua confianza de los consumidores, que empeoró en marzo, sigue afectando al crecimiento del consumo privado a comienzos del 2005.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras de empleo apuntan a un crecimiento sin cambios en el segundo semestre del 2004. Los datos disponibles procedentes de las encuestas muestran unas condiciones del mercado de trabajo prácticamente estabilizadas a comienzos del 2005.

DESEMPLEO

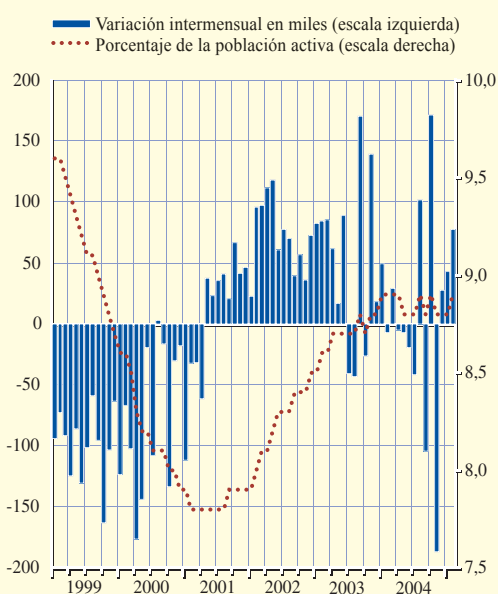
Se estima que la tasa de paro normalizada de la zona del euro ha aumentado hasta el 8,9% en febrero, frente al 8,8% de enero (véase gráfico 24). En términos de grupos de edad, la tasa de desempleo de los mayores de 25 años se incrementó en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 7,6%, en febrero, mientras que la tasa de los menores de 25 años se mantuvo estable en el 18,5%.

Con la publicación de los datos para enero, las cifras de desempleo anteriores para la zona del euro se revisaron considerablemente, debido a varios cambios en la metodología para calcular los datos armonizados de desempleo en Alemania e Italia. Los cambios metodológicos introducidos en Alemania para obtener las tasas de paro armonizadas se hicieron necesarios para evitar importantes distorsiones en los datos de la zona del euro como consecuencia de las modificaciones del sistema de prestaciones por desempleo alemán dentro del contexto de la reforma «Hartz IV». Los cambios metodológicos relativos a los datos alemanes corresponden a modificaciones en la fuente utilizada. En general, los efectos de las revisiones en Alemania e Italia suponen una reducción media de 0,2 puntos porcentuales en la tasa de paro de la zona del euro desde mediados de la década de los noventa.

El cambio de fuente de los datos alemanes ha generado un aumento considerable de la volatilidad de las cifras de empleo de la zona del euro, con respecto a datos anteriores. Este incremento de la volatilidad justifica que se tenga que ser cauto a la hora de interpretar la evolución a corto plazo. En febrero el número de parados de la zona del euro se elevó a 77.600 personas, tras haber registrado un crecimiento menor tanto en diciembre como en enero y un importante descenso en noviembre.

Gráfico 24 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Total de la economía	0,2	0,5	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-2,4	-1,3	-0,4	-0,6	-0,2	0,1	-0,5
Industria	-1,4	-0,8	-0,4	-0,6	0,3	-0,1	0,1
Excluida la construcción	-1,9	-1,6	-0,6	-0,7	0,2	-0,5	0,4
Construcción	0,0	1,3	0,1	-0,2	0,7	0,9	-0,5
Servicios	1,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Comercio y transporte	0,4	0,7	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1
Finanzas y empresas	1,3	2,6	0,4	1,0	0,4	0,7	0,4
Administración pública	1,2	0,7	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

EMPLEO

El empleo en la zona del euro creció a una tasa intertrimestral del 0,2% en el cuarto trimestre del 2004, similar a la del trimestre anterior (véase cuadro 7). Esta evolución fue resultado de un crecimiento más intenso en la industria, contrarrestado por un crecimiento más moderado en los servicios. Se estima que en el 2004 el empleo aumentó un 0,5%, frente al 0,2% registrado en el 2003.

Las expectativas de creación de empleo han sido prácticamente estables en los últimos meses, apuntando a un sostenido, pero tímido, crecimiento del empleo. Las expectativas de empleo de la Comisión Europea para la industria mejoraron ligeramente en los dos primeros meses del 2005, pero empeoraron en marzo. El índice de directores de compras para el empleo en la industria cayó en marzo, tras haber mejorado ligeramente en febrero. En los servicios, según tanto las encuestas de opinión de la Comisión como el índice de directores de compras, las expectativas mejoraron discretamente en el transcurso del primer trimestre del 2005.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras el débil crecimiento del PIB real registrado en el cuarto trimestre del 2004, los datos macroeconómicos y la información procedente de las encuestas para comienzos del 2005 presentan señales dispares. En general, apuntan al mantenimiento de un crecimiento económico moderado en el corto plazo, sin indicios claros todavía de un fortalecimiento de la dinámica subyacente. A largo plazo, parecen seguir dándose las condiciones para que continúe el crecimiento económico moderado. En la vertiente exterior, se espera que las exportaciones respalden el crecimiento de la zona del euro como consecuencia del sólido crecimiento mundial. En el ámbito interno, es de esperar que la inversión se beneficie de las favorables condiciones de financiación y de la mejora de los beneficios. Se espera que repunte el crecimiento del consumo privado en consonancia con el de la renta real disponible. No obstante, la persistencia de los elevados precios del petróleo, en particular, supone un riesgo a la baja para el crecimiento.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En marzo y en los primeros días de abril del 2005, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció casi un 1% en comparación con el nivel observado a finales de febrero. Este periodo se caracterizó principalmente por una depreciación del euro frente al dólar estadounidense, tras algunos movimientos iniciales en sentido contrario. La evolución frente al dólar (y las monedas asiáticas vinculadas a él) sólo se compensó en parte con la apreciación del euro frente a las monedas de varios Estados miembros de la UE.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

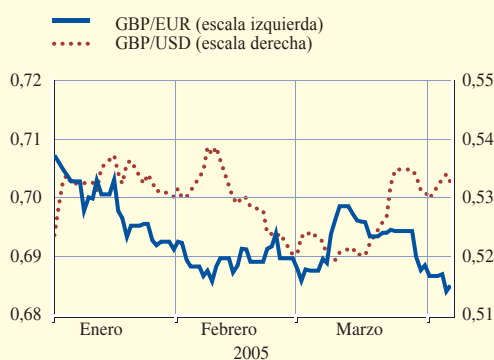
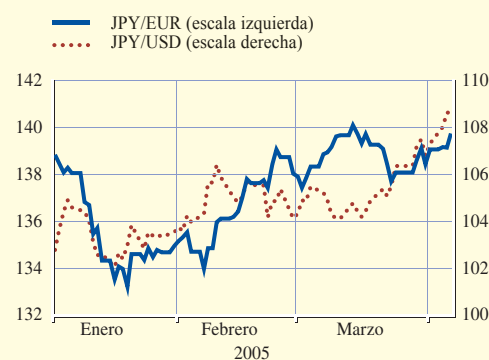
Tras apreciarse frente al dólar estadounidense en la primera mitad de marzo del 2005, el euro se depreció posteriormente, cotizando el 6 de abril por debajo del nivel registrado al final de febrero. Las fluctuaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar parecen guardar relación con un desplazamiento de la atención de los mercados hacia el diferencial de rendimiento de los bonos, cada vez más positivo, entre Estados Unidos y la zona del euro, al tiempo que disminuía su inquietud por los desequilibrios mundiales.

Al examinar la situación con más detalle, se observa que a principios de marzo, la moneda estadounidense prosiguió su descenso generalizado, a pesar de que la solidez de los resultados económicos y el aumento de los diferenciales del rendimiento de los bonos de Estados Unidos eran evidentes. Ello podría obedecer, sobre todo, a dos factores. En primer lugar, el dólar siguió sometido a las presiones generadas por la inquietud que despertaba entre los participantes en los mercados la magnitud de los déficit presupuestario y por cuenta corriente de Estados Unidos, inquietud que viene dejándose sentir sobre el dólar desde el año 2002 y que se agudizó en marzo del 2005 con la publicación de datos indicativos de un nuevo incremento del déficit comercial estadounidense en enero y de una fuerte salida de inversiones directas extranjeras en el cuarto trimestre del 2004. En segundo lugar, las especulaciones de los mercados respecto a una posible diversificación de las reservas de divisas por parte de algunos bancos también podría haber acentuado el sentimiento negativo hacia el dólar.

Sin embargo, a finales de marzo y principios de abril, estos factores fueron perdiendo importancia en la medida en que los mercados comenzaron a

Gráfico 25 Evolución de los tipos de cambio

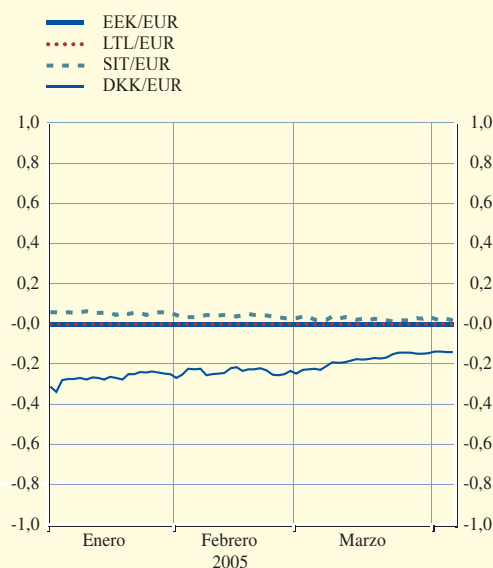
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

prestar más atención a los factores que respaldaban el dólar, en particular al aumento del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. Además, la publicación de datos que indicaban grandes entradas netas de capital en Estados Unidos también parece haber atenuado las inquietudes de los mercados respecto a la financiación del déficit por cuenta corriente estadounidense. El 6 de abril de 2005, el euro cotizaba a 1,29 dólares, es decir, un 3% por debajo del nivel registrado a finales de febrero y un 3,4% por encima de la media del 2004.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras fluctuar dentro de unos márgenes bastante estrechos entre mediados de enero y la primera semana de febrero del 2005, el yen japonés perdió terreno frente al euro hasta mediados de marzo. Esta depreciación es atribuible, sobre todo, a las percepciones de los mercados en el sentido de que la actividad económica en Japón pudiera ser más débil de lo previsto. Posteriormente, la revisión al alza de las cifras de crecimiento del PIB correspondientes al cuarto trimestre del 2004 publicadas con anterioridad, unida a algunas señales incipientes de que el crecimiento de la economía japonesa

podría repuntar gradualmente en el año 2005, parece haber permitido una recuperación de yen tras las pérdidas registradas en la segunda quincena de marzo. En los últimos días de marzo y los primeros de abril, la publicación de datos económicos menos favorables de lo previsto volvió a traducirse en un debilitamiento de la moneda japonesa. El 6 de abril de 2005, el euro cotizaba a 139,8 yenes, es decir, un 1,2% más que a finales de febrero y un 3,9% por encima de la media del 2004.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno fluctuaron dentro de unos márgenes muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 26). Las cotizaciones de la corona estonia y de la lita lituana permanecieron sin cambios en relación con sus paridades centrales en el MTC II, en consonancia con los compromisos unilaterales de Estonia y Lituania de mantener sus sistemas de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación habituales del MTC II.

En cuanto a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, entre el final de febrero y el 6 de abril de 2005, el euro se depreció un 0,7% frente a la libra esterlina y se apreció moderadamente frente a la corona sueca. El euro también se apreció frente al zloty polaco (un 5,6%) y, en menor medida, frente a la corona eslovaca, el forint húngaro y la corona checa (2,7%, 2,2% y 0,7%, respectivamente). En el mismo período, el euro se mantuvo prácticamente sin cambios frente a la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa.

OTRAS MONEDAS

En lo que se refiere a otras monedas, el euro se apreció casi un 1% frente al franco suizo entre el final de febrero y el 6 de abril. También cabe destacar su depreciación continuada frente al dólar canadiense (casi un 4%).

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 6 de abril de 2005, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba casi un 1% por debajo de su nivel de finales de febrero y un 1% por encima de la media del 2004 (véase gráfico 27). La moderada depreciación del euro en términos efectivos se debió, fundamentalmente, a su debilitamiento frente al dólar estadounidense, el renminbi chino, la libra esterlina, el dólar de Hong Kong y el dólar canadiense. Esta depreciación se compensó en parte con una apreciación frente al yen japonés y las monedas de varios Estados miembros de la UE.

5.2 BALANZA DE PAGOS

En enero del 2005, las exportaciones de bienes en términos nominales de la zona del euro aumentaron en comparación con el mes anterior, en consonancia con el repunte que se produjo en el último trimestre del 2004 y se mantuvo la atonía de las importaciones nominales. Al mismo tiempo, las exportaciones y las importaciones de servicios se incrementaron en enero, tras los descensos observados en dos semestres consecutivos. En la cuenta financiera de la zona del euro, el agregado de inversiones directas y de cartera acumulado de doce meses se situó en una posición próxima al equilibrio en enero, tras un descenso gradual de las salidas netas de capital en el segundo semestre del 2004. Este descenso se debió, a su vez, a un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones durante el mismo período.

CUENTA CORRIENTE

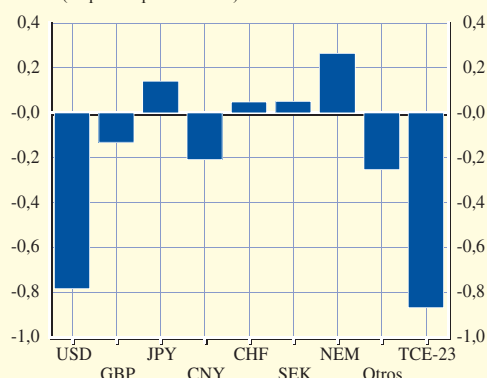
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró en enero del 2005 un superávit de 3,2 mm de euros, como consecuencia de los superávits contabilizados en las balanzas de bienes (8,7 mm de euros) y servicios (2,3 mm de euros), que se compensaron en parte con un déficit de 7,8 mm de euros en la balanza de transferencias corrientes. La balanza de rentas alcanzó el equilibrio por primera vez desde que se dispone de datos de balanza de pagos para la zona del euro (es decir, desde 1999). Esta evolución refleja un mayor incremento en los ingresos que en los pagos por concepto de rentas, lo que, a su vez, guarda relación, en parte, con la favorable evolución de los mercados de renta variable en el exterior.

Gráfico 27 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
28 febrero 2005 - 6 abril 2005
(en puntos porcentuales)



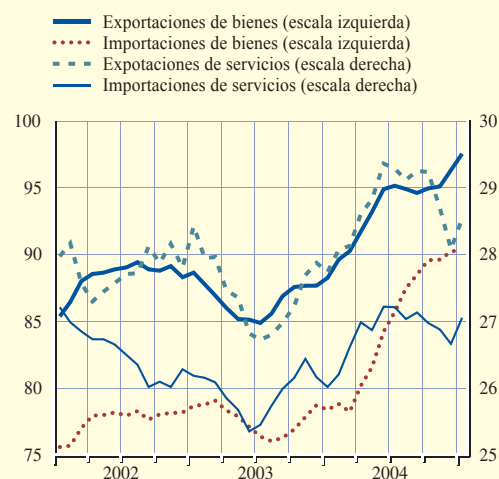
Fuente: BCE.

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) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-23 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro y la contribución agregada de las monedas de los diez nuevos Estados miembros (NEM) que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004. La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-23 de los otros siete socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones por el comercio.

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

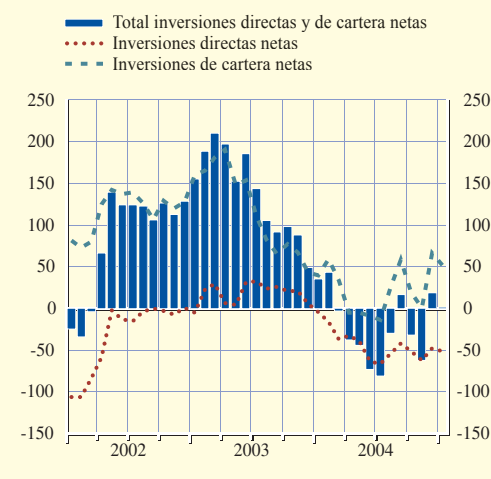
(mm de euros; medias móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Gráfico 29 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

Las exportaciones de bienes en términos nominales a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 1,7% en enero del 2005 en comparación con el mes anterior, en consonancia con la recuperación observada en el último trimestre del 2004 (la media móvil de tres meses de las exportaciones nominales de bienes correspondiente al período transcurrido hasta el final de enero experimentó un aumento del 2,7% con respecto a los tres meses anteriores, véase gráfico 28). Esta evolución refleja, en parte, el actual dinamismo de la demanda exterior, sobre todo en Estados Unidos. En el recuadro 4 se presenta un análisis más completo de la evolución reciente del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro, en particular de su distribución geográfica, así como algunas consideraciones desde una perspectiva de más largo plazo. Entre tanto, en enero se mantuvo la atonía de las importaciones en términos nominales, prolongándose así la desaceleración que siguió al fuerte aumento observado en el tercer trimestre (la media móvil de tres meses de las importaciones nominales de bienes en enero fue sólo un 0,9% más alta que la registrada tres meses antes). En el mismo mes, volvieron a aumentar tanto las exportaciones como las importaciones de servicios en términos nominales. Este incremento se produjo tras los descensos observados en dos trimestres consecutivos, con una caída particularmente pronunciada de las exportaciones nominales de servicios en el último trimestre del 2004 (-4% en tasas intertrimestrales).

El superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta enero del 2005 ascendió a 37,8 mm de euros (en torno a un 0,5% del PIB) en comparación con los 24,9 mm de euros registrados un año antes. Este incremento se debió a una reducción del déficit de la balanza de rentas y a un aumento del superávit de la balanza de servicios, que se compensó en parte con un descenso del superávit de la balanza de bienes. El déficit de la balanza de transferencias corrientes se mantuvo prácticamente sin cambios.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró fuertes salidas netas de capital por importe de 31,2 mm de euros en enero del 2005, como resultado de las salidas netas de inversiones directas (13,1 mm de euros) y de inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones (5,5 mm de euros) y valores distintos de acciones (12,6 mm de euros).

Considerando la evolución durante los doce meses transcurridos hasta enero del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro se situó en una posición próxima al equilibrio, tras haber registrado entradas netas de 20,3 mm de euros un año antes (véase gráfico 29). Esta evolución fue el resultado de un aumento de las salidas netas de inversiones directas e inversiones en cartera en forma de valores distintos de acciones. El aumento de las salidas netas de inversiones directas en este período tuvo su origen, principalmente, en un descenso de las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro, que podría atribuirse en parte a las mejores perspectivas de crecimiento de la economía mundial en comparación con la zona del euro. En cuanto a las inversiones de cartera, lo más destacable es el incremento de las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Como ya se informó en anteriores ediciones del Boletín Mensual, las encuestas de los mercados indican que los valores de renta variable de la zona del euro se consideraron, en términos relativos, más atractivos desde el punto de vista de los precios

Recuadro 4

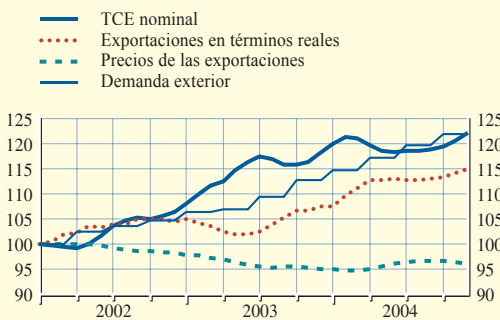
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS VOLÚMENES Y PRECIOS DEL COMERCIO CON PAÍSES NO PERTENCIENTES A LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se describe la evolución más reciente de los volúmenes y precios (aproximados por los índices de valor unitario) de los intercambios comerciales de la zona del euro en cifras agregadas y con algunos socios comerciales, prestando atención únicamente al comercio de bienes. Todos los datos excluyen las transacciones realizadas dentro de la zona del euro. En general, las exportaciones de la zona se caracterizaron por una cierta atonía en el segundo semestre del año 2004, a pesar del moderado repunte observado en el último trimestre del año. Por lo que se refiere a las importaciones, los precios no han experimentado una caída significativa desde que se inició la apreciación del euro, mientras que el acusado aumento en términos reales observado en el tercer trimestre del 2004 refleja, principalmente, el vigoroso crecimiento de las categorías de la demanda de la zona del euro con un fuerte componente de importaciones. En lo que respecta a la distribución geográfica del comercio exterior, la evolución reciente confirma la creciente importancia en el comercio con la zona del euro de Asia y los países que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004.

Las exportaciones en términos reales registraron una ligera recuperación en el último trimestre del 2004, que se materializó en un crecimiento intertrimestral del 1,8%, tras el incremento del 0,1% observado en el tercer trimestre. La atonía de las exportaciones en el segundo semestre del 2004 podría tener su origen principalmente en dos factores: primero, la desaceleración de la demanda exterior de productos de la zona del euro durante ese período y, segundo, el efecto de la apreciación del euro, que se acentuó por el incremento de los precios de las exportaciones (en euros) en el segundo y tercer trimestres del año. A su vez, el aumento de los precios de las exportaciones de la zona del euro puede guardar relación con el incremento de los costes como consecuencia, en particular, del alza de los precios del petróleo.

Gráfico A Exportaciones fuera de la zona del euro

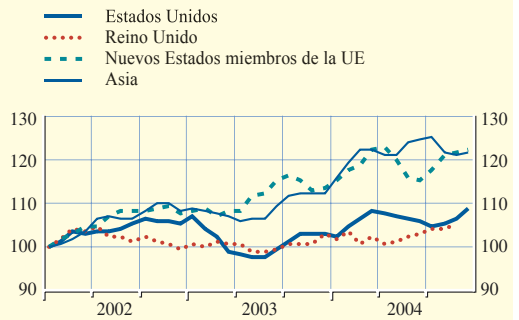
(índice: enero de 2002 = 100; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE y Eurostat.
Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2004.

Gráfico B Exportaciones en términos reales a países de fuera de la zona del euro

(índice: enero de 2002 = 100; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

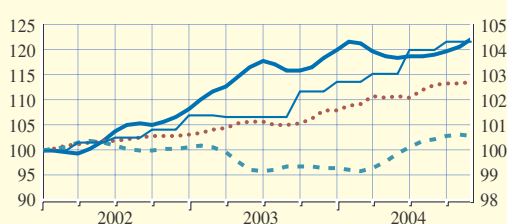


Fuente: Eurostat.
Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2004, salvo en el caso de Reino Unido, que se refiere a noviembre del 2004.

Gráfico C Importaciones de fuera de la zona del euro

(índice: enero de 2002 = 100; medias móviles de tres meses, excepto para la demanda de la zona del euro)

- TCE nominal
- ... Importaciones en términos reales
- - - Precios de las importaciones
- Demanda de la zona del euro (escala derecha)



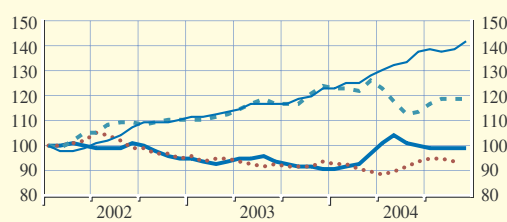
Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2004.

Gráfico D Importaciones en términos reales de países de fuera de la zona del euro

(índice: enero de 2002 = 100; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

- Estados Unidos
- ... Reino Unido
- - - Nuevos Estados miembros de la UE
- Asia



Fuente: Eurostat.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2004, salvo en el caso de Reino Unido, que se refiere a noviembre del 2004.

Por lo que se refiere a las importaciones, en el último trimestre del 2004, se registró un aumento intertrimestral del 0,7% en términos reales, una acusada desaceleración en comparación con el trimestre anterior (véase gráfico C). Este comportamiento puede atribuirse a la evolución de la demanda de la zona del euro, sobre todo a las categorías de gasto con un fuerte componente de importaciones, como las existencias, que registraron un sólido crecimiento en el tercer trimestre y, posteriormente, un descenso en el cuarto. El impacto de la apreciación del euro sobre las importaciones en términos reales parece haber sido relativamente moderado, debido, en particular, al hecho de que los precios totales de las importaciones (en euros) no han experimentado una caída significativa desde el año 2002. Los precios de las importaciones de bienes del sector manufacturero han bajado en torno a un 5%, mientras que los precios de las importaciones totales han aumentado ligeramente debido a la fuerte alza de los precios del petróleo a partir del 2003. En el último trimestre del 2004, los precios de las importaciones aumentaron de forma moderada (un 0,4%) tras el notable incremento observado en el segundo y tercer trimestres (3,5% y 3,1%, respectivamente). Este moderado incremento se debió, posiblemente, al hecho de que los precios del petróleo aumentaran de forma menos acusada en el cuarto trimestre del 2004 que en los dos trimestres anteriores. En segundo lugar, los precios de las importaciones de bienes manufacturados bajaron efectivamente en el último trimestre (un 0,8%), en consonancia con la fuerte apreciación del euro durante ese período. Esta evolución contrasta con la observada en el segundo y tercer trimestres, en los que se registraron sendos aumentos del 1,5% y del 1,3%, posiblemente como respuesta al incremento de los costes para los exportadores de la zona del euro como consecuencia del alza de los precios del petróleo.

Desde una perspectiva de más largo plazo, Asia y los nuevos Estados miembros de la UE han cobrado mayor importancia como socios comerciales de la zona del euro a partir de 1999. Las exportaciones a cada una de estas dos regiones en rápido desarrollo han aumentado aproximadamente un 20% desde el año 2002, mientras que las exportaciones al Reino Unido y Estados Unidos se incrementaron en menos del 10% durante el mismo período (véase gráfico B). Aunque las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos se vieron estimuladas por el rápido crecimiento de la economía estadounidense en el año 2003 y, especialmente, en el 2004, la apreciación del euro frente al dólar parece haber

afectado a esta evolución. Las importaciones procedentes de Asia y de los nuevos Estados miembros de la UE también han resultado más dinámicas desde el año 2002 que las provenientes del Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico D).

Estas tendencias son congruentes con los cambios estructurales que se están produciendo desde 1995. Entre los años 1995 y 2004, la participación de Asia y los nuevos Estados miembros de la UE en el comercio total de la zona del euro con otros países (sumando las importaciones y las exportaciones totales en términos nominales) aumentó del 18,5% al 20% y del 7,1% al 10,6%, respectivamente. En el caso de Asia, el descenso de la participación de Japón (del 5,7% al 3,9%) se compensó con creces con un aumento de la de otros países de la región, sobre todo, China (del 2,9% a casi un 6%). Por el contrario la participación de Estados Unidos fue en el 2004, aproximadamente la misma que en 1995 (algo menos del 13%), mientras que la del Reino Unido se redujo de casi un 18% en 1995 al 15,6% en el 2004. Estas variaciones reflejan, en parte, la rápida y creciente internacionalización de la producción y el proceso de convergencia, en particular, en lo que se refiere a la notable expansión de los intercambios comerciales de la zona del euro con los nuevos Estados miembros de la UE.

ARTÍCULOS

BURBUJAS DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS Y POLÍTICA MONETARIA



En ocasiones, el precio de los activos parece incrementarse por encima de niveles considerados acordes con una valoración adecuada del activo subyacente. Esta evolución puede señalar la existencia de una «burbuja» en el mercado de activos, esto es, un aumento rápido y constante de los precios que cambiará de signo, posiblemente de forma desordenada, en un momento determinado en el futuro. La historia ha demostrado que los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos pueden perjudicar a toda la economía. Cada vez que la formación de una burbuja se asocia a un exceso de crédito y de creación de liquidez, como sucede con frecuencia, las caídas drásticas del precio de los activos pueden convertirse en causa de tendencias deflacionistas, como se ha observado en algunas economías en el pasado.

El objetivo primordial del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios, y aunque no establece como objetivo el precio de los activos, realiza un atento seguimiento de su evolución debido a los costes, potencialmente muy elevados, para la estabilidad de precios y para la economía en su conjunto, asociados a fuertes apreciaciones y rápidos cambios de signo posteriores del precio de los activos.

I INTRODUCCIÓN

El precio de los activos fluctúa por diversos motivos. Por ejemplo, a menudo, los incrementos sostenidos simplemente reflejan el ajuste de los precios a un aumento de su valor fundamental. Esto último podría definirse como el valor actual de la «verdadera» capacidad de generar beneficios de ese activo o el valor «verdadero» de los servicios que el tenedor de ese activo obtendrá de su uso con el tiempo.

No obstante, un incremento repentino del valor de los activos también puede ser atribuible a factores no fundamentales. Como parecen indicar varios ejemplos históricos, en ocasiones, un récord en la rentabilidad de las cotizaciones bursátiles o de las plusvalías en las operaciones con inmuebles residenciales podría llevar a un número creciente de inversores a entrar en el mercado en la creencia de que los beneficios empresariales y las cotizaciones, o el precio de la vivienda, continuarán aumentando¹. Cada vez más agentes pueden empujar al alza los precios durante un tiempo. Las plusvalías evidentes que inicialmente genera este proceso tienden a corroborar las expectativas de que las acciones, o los inmuebles, pueden revenderse a precios sistemáticamente más altos. Sin embargo, dado que cada vez más participantes en el mercado se sienten motivados por los beneficios a corto plazo que esperan obtener de negociar con el activo, más que de su uso o de su capacidad para generar beneficios en un horizonte temporal más prolongado, los precios de mercado empiezan a desviarse más y más de sus determinantes fundamentales a largo plazo.

Las tendencias del precio de los activos se tornan frágiles y sensibles a las noticias cuando están impulsadas por factores no fundamentales. Cuando la rentabilidad empieza a situarse por debajo de los niveles registrados en el pasado, el clima de los mercados podría cambiar y producirse una venta generalizada.

La formación de burbujas oculta el contenido informativo del precio de los activos. En épocas normales, los precios de los activos constituyen variables informativas muy importantes. Los precios de los activos son, en sí mismos, variables que incorporan una perspectiva futura en el sentido de que están determinados, fundamentalmente, por las expectativas de los participantes en el mercado sobre la evolución futura de sus pagos subyacentes². Sin embargo, como se ha observado anteriormente, cuando se forma una burbuja, las expectativas acerca del potencial de rentabilidad del activo subyacente podrían llegar a reflejar una visión excesivamente optimista.

La formación de burbujas puede distorsionar la asignación de recursos en la economía y afectar negativamente a la estabilidad macroeconómica durante largo tiempo. Dadas sus implicaciones para la estabilidad macroeconómica, una caída drástica del precio de los activos -cuando se corrigen bruscamente las expectativas de rentabilidad excesiva- puede se-

1 Véase, entre otros, C. Kindleberger (1978), «Manias, panics and crashes», Basic Books, New York.

2 Véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

ñalar el principio de un período de contracción económica. La liquidación de posiciones imprudentes en el mercado puede efectuarse de manera desordenada. En situaciones en las que se producen cuantiosas pérdidas, sobre todo en relación con el precio de los inmuebles, y la incertidumbre es elevada, existe el riesgo de que la deflación de los precios de los activos se transforme en deflación de los precios de consumo. Conjuntamente con una demanda fluctuante, un clima desfavorable y unos riesgos excesivos en los balances de las entidades de crédito, la reducción de los precios de los bienes y servicios puede plantear un reto particular para un banco central orientado a la estabilidad.

Este artículo se ocupa del problema de las burbujas del precio de los activos y la política monetaria, centrándose en las burbujas expansivas. La formación de burbujas contractivas también es posible, pero a menudo son resultado de un proceso que corrige una subida previa insostenible de los precios. En consecuencia, los argumentos que se exponen aquí también son aplicables, en gran medida, a las burbujas contractivas. El artículo se centra, en particular, en el mercado de acciones y en el de la vivienda, porque el valor de una parte cada vez más importante de la riqueza de una economía se determina en esos mercados. En primer lugar se aborda el problema de identificación al que se enfrentan los bancos centrales cuando los precios de las acciones y de la vivienda se aprecian con celeridad y los motivos por los que estos rápidos incrementos pueden poner en peligro la estabilidad macroeconómica. A continuación presenta las opciones de la política monetaria en tales circunstancias y la forma en que el BCE, en particular, toma en consideración el comportamiento anómalo de los precios de los activos en el contexto de su estrategia de política monetaria.

2 EL PROBLEMA DE LA IDENTIFICACIÓN

El estudio de los determinantes del precio de un activo pone de manifiesto que resulta difícil detectar el componente de burbuja en la evolución observada de los precios. El precio de un activo que se va a mantener durante cierto tiempo está determinado por cuatro factores fundamentales: en primer lugar, el flujo esperado de rentabilidad que podría producir

el activo (por ejemplo, dividendos, rentas, etc.), segundo, el flujo esperado de rentabilidad que produciría una inversión alternativa, como la deuda pública, tercero, el precio al que el propietario del activo espera revenderlo en el futuro, y cuarto, el riesgo (relativo) percibido asociado al mantenimiento de ese activo concreto y los servicios de liquidez que posiblemente proporciona a los tenedores.

Una dificultad ostensible a la hora de identificar una burbuja radica en el hecho de que todos los determinantes del precio de un activo dependen de expectativas subjetivas individuales acerca de magnitudes inciertas. Por consiguiente, resulta muy complicado separar el componente puramente psicológico del precio en la valoración objetiva del activo. En particular, a cualquier analista le resulta difícil suponer que su criterio en relación con la valoración «correcta» de un activo es más válido que el que se forma a partir de las decisiones de numerosos y sofisticados participantes en el mercado que operan en un entorno competitivo. En consecuencia, es posible que haya opiniones diferentes sobre la valoración correcta del precio de las acciones y de la vivienda.

La dificultad de formarse un criterio se ve acrecentada por el hecho de que, con frecuencia, las burbujas se manifiestan como reacciones exageradas a noticias fundamentales. Las noticias fundamentales positivas pueden dar lugar a la formación de una burbuja en primer lugar y generar expectativas optimistas y generalizadas que la burbuja tiende a confirmar durante un tiempo. Ciertamente, la literatura académica sobre burbujas refleja este dilema. Una teoría extrema, identificada como la «hipótesis del mercado eficiente» sostiene que una persona racional orientada al beneficio que está al tanto de la existencia de una burbuja trataría de vender en descubierto el activo sobrevalorado. En este contexto, la burbuja sería objeto de arbitraje y podría no observarse en el mundo real. Desde el punto de vista empírico, la investigación econométrica realizada hasta la fecha no es concluyente, en el mejor de los casos, en su intento de detectar la existencia de burbujas del precio de los activos en la historia³.

3 Para conocer un estudio reciente de los intentos empíricos de detectar burbujas, véase, por ejemplo, R. Gürkaynak (2005), «Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock», Finance and Economics Discussion Series No 2005-04, Federal Reserve Board.

Recuadro I

ENFOQUES PARA LA VALORACIÓN DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES

En este recuadro se describen los determinantes fundamentales de las cotizaciones bursátiles en un marco que con frecuencia se utiliza para su valoración, el denominado modelo de descuento de dividendos.

Este modelo aplica un valor actual a las cotizaciones. El precio actual de las cotizaciones, P_t , es la suma descontada de todos los dividendos esperados futuros, D_{t+i} :

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{E_t \{D_{t+i}\}}{(1+r)^i} \right)$$

donde E_t son las expectativas racionales basadas en la información disponible en el período t y r es la tasa de descuento que, para facilitar la exposición, se supone que es constante. De este modo, se espera que los determinantes fundamentales de las cotizaciones sean el crecimiento esperado de los dividendos y la tasa de descuento. Habitualmente, la tasa de descuento se descompone en una medida de los costes de oportunidad, que es la rentabilidad esperada de la inversión en activos sin riesgo, y la correspondiente prima de riesgo de las acciones. Dado que ninguno de estos componentes fundamentales es directamente observable, en la práctica, la valoración de las cotizaciones está sujeta a un grado elevado de incertidumbre.

Gráfico A Revisión de las expectativas de crecimiento de los beneficios a largo plazo y de los índices bursátiles en la zona del euro y Estados Unidos

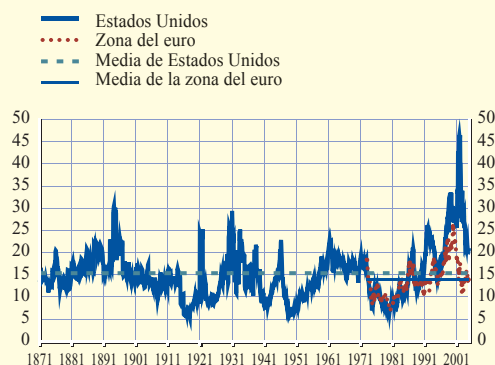
(datos mensuales; índice bursátil: enero 1994=100; revisiones en puntos porcentuales)



Fuentes: I/B/E/S Global Aggregates on Datastream.
Nota: El índice bursátil de la zona del euro es el MSCI EMU, el de Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500.

Gráfico B Ratio precio-beneficio en el mercado de renta variable en la zona del euro y Estados Unidos

(datos mensuales; zona del euro: 1973-2004; Estados Unidos: 1871-2004)



Fuentes: Thomson Financial Datastream (zona del euro) y Global Financial Data (Estados Unidos).

Nota: Para la zona del euro se utiliza la ratio entre el índice de mercado EMU de Datastream y los beneficios de Datastream, y para Estados Unidos la ratio entre el índice Standard & Poor's 500 y los beneficios declarados.

A partir de distintas fuentes se podría obtener una aproximación de las variables que se incluyen en el modelo de descuento de dividendos. El crecimiento esperado de los beneficios, según los datos aportados por analistas del mercado de renta variable, se utiliza con frecuencia como variable *proxy* del crecimiento esperado de los dividendos, partiendo del supuesto de una ratio constante de dividendos sobre resultados después de impuestos. En el gráfico A se presentan las revisiones anuales de las expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios y de las cotizaciones en la zona del euro y en Estados Unidos en la última década, y pone de manifiesto que las expectativas de beneficios realmente parecen desempeñar un destacado papel en la evolución de las cotizaciones. El gráfico también indica que, entre 1998 y el año 2000 (período al que a menudo se ha aludido como el de la «burbuja tecnológica»), parece que el pronunciado incremento de las cotizaciones fue reflejo de las continuadas revisiones al alza de las expectativas de crecimiento de los beneficios a largo plazo. Cuando, en el año 2000, los mercados de renta variable registraron máximos, las expectativas de beneficios a largo plazo habían alcanzado valores muy elevados (revisiones anuales al alza entre 2 y 4 puntos porcentuales con un crecimiento esperado de los beneficios a largo plazo de aproximadamente el 17%). Esto podría haber suscitado cierta preocupación en cuanto a la sostenibilidad de aumentos tan acusados de los beneficios.

En lo que se refiere a la tasa de descuento, el componente de prima de riesgo de las acciones sigue siendo un valor difícil de determinar con cierto grado de certidumbre. Esta tasa refleja tanto las preferencias por el riesgo de los inversores como los elementos percibidos de riesgo de la rentabilidad de las acciones frente a la de otros activos. Del modelo de descuento de dividendos puede obtenerse una tasa de descuento implícita, dando por supuestos determinados valores del flujo esperado de dividendos, esto es, los pagos actuales de dividendos y el crecimiento esperado de los beneficios (a largo plazo)¹. En una segunda fase podría calcularse una medida de la prima implícita de riesgo de las acciones deduciendo de la tasa de descuento una medida del tipo de interés sin riesgo. La existencia de diferencias considerables entre esta prima implícita de riesgo de las acciones y su media a largo plazo podría apuntar a una valoración incorrecta en el mercado de renta variable, al menos en lo que respecta a la tasa de descuento. No obstante, dado que la prima de riesgo de las acciones puede verse afectada por muchos factores, el resultado de este ejercicio sigue siendo muy incierto.

Bajo determinados supuestos, el modelo de descuento de dividendos también puede utilizarse para obtener indicadores de valoración del mercado de renta variable utilizados habitualmente, como la ratio precio-beneficio y la rentabilidad por dividendo². Los valores vigentes de estos indicadores de valoración del mercado de renta variable suelen compararse con sus medias históricas con el fin de determinar el valor razonable de un mercado bursátil³. La idea es que, con el tiempo, estos indicadores de valoración del mercado retornarían a cierto nivel de equilibrio a largo plazo, determinado por el potencial de crecimiento a largo plazo de los dividendos y el nivel a largo plazo de la tasa de descuento.

En el gráfico B se presentan las ratios precio-beneficio y sus medias históricas en la zona del euro y en Estados Unidos. Estas ratios se situaron bastante por encima de las citadas medias en los últimos años del siglo pasado. Esto podía haber suscitado al menos alguna sospecha acerca de la existencia de una burbuja.

1 Véase también el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

2 Véase también el anexo al artículo titulado «El mercado de renta variable y la política monetaria» en el Boletín Mensual de febrero del 2002.

3 Otro método destacado para evaluar el mercado de renta variable es comparar la rentabilidad de los beneficios, esto es, la ratio precio-beneficio invertida, con el tipo de interés nominal a largo plazo. Para conocer una valoración crítica de este indicador de valoración del mercado de renta variable, véase C. Asness (2003), «Fight the Fed model: the relationship between future returns and stock and bond market yields», *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30 (1), pp. 11-24.

Sin embargo, este enfoque está sujeto a muchas salvedades. Una ratio precio-beneficio que no sea acorde con sus medias históricas no es necesariamente una señal de que las cotizaciones estén superando sus valores fundamentales, y podría obedecer a cambios estructurales en sus determinantes fundamentales. Por otra parte, esta ratio depende del índice bursátil considerado, y, lo que es más importante, de la medida de beneficios aplicada.

En síntesis, los determinantes fundamentales de las cotizaciones, esto es, el crecimiento de los dividendos (o los beneficios empresariales) y la tasa de descuento, que incluye una prima específica de riesgo de las acciones, no son directamente observables, lo que dificulta la identificación del valor fundamental de las cotizaciones. No obstante, la realización de un contraste de los diversos enfoques utilizados en la valoración de las cotizaciones puede ayudar a valorar dichos precios, teniendo siempre presente la incertidumbre correspondiente.

Sin embargo, aunque resulta difícil presentar evidencia sólida y sistemática que confirme la hipótesis de «irracionalidad», un examen superficial de algunos episodios históricos ofrece cierta evidencia reseñable. Por ejemplo, el gráfico B del recuadro 1 proporciona una comparación entre los ratios precio-beneficio del mercado de renta variable en Estados Unidos durante un período prolongado y en la zona del euro desde 1973, con sus respectivas medias a largo plazo. En el recuadro se pone de manifiesto que los valores extremos alcanzados en relación con la subida de los precios de las acciones en los mercados internacionales a finales de la década de los noventa, una época en la que la introducción de nuevas tecnologías de la información y las telecomunicaciones, unidas a la existencia de señales concretas de mejoras en la productividad, llevó a muchos participantes en el mercado a creer en la llegada de una «nueva economía». En el gráfico A del recuadro 2 se muestra la ratio precios de la vivienda-rentas en el mercado inmobiliario japonés desde 1970. El máximo que este indicador registró a principios de los años noventa es, una vez más, aparente. En todos los casos, los indicadores de valoración discrepaban claramente de sus medias a largo plazo. Cuando las creencias exageradas que impulsaban los valores de mercado resultaron ser erróneas, los precios cayeron de manera significativa.

En síntesis, aunque las cifras sobre escaladas del precio de los activos son, con frecuencia, un indicador insuficiente de la existencia de factores no fundamentales que están afectando a la formación

de precios, señales simultáneas y que se refuerzan mutuamente de «excesos» pueden suponer un motivo de alarma.

Además, los indicadores agregados de desequilibrios monetarios y financieros pueden aportar evidencia que ayude a valorar la sostenibilidad de una fase alcista del precio de los activos. Entre estos últimos indicadores, la investigación empírica ha identificado una serie de variables monetarias y financieras que parecen tener una correlación clara con la inflación del precio de los activos, sobre todo cuando se producen burbujas de estos precios que terminan generando dificultades financieras. Por ejemplo, el volumen de crédito agregado demuestra que existe una relación más bien sistemática con episodios de turbulencia causados por los precios de los activos. En el gráfico 1 se presenta evidencia del vínculo entre el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado y un índice de valoración de acciones de la zona del euro desde mediados de la década de los noventa. Esta correlación positiva puede producirse por diversos motivos. En particular, ambos conjuntos de variables pueden reaccionar de la misma manera a perturbaciones cíclicas o de política monetaria. Por ejemplo, un crecimiento monetario y crediticio intenso puede ser indicativo de una política monetaria flexible, lo que puede impulsar los precios en los mercados de activos. Además, es bastante probable que la correlación refleje una causalidad en ambas direcciones. Por un lado, una expansión del crédito favorecerá la inversión en activos financieros y no financieros. Por otro, un

Recuadro 2

ENFOQUES PARA LA VALORACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

En este recuadro se describen dos enfoques utilizados habitualmente para determinar si los precios de la vivienda son acordes con sus determinantes de equilibrio o no.

El *enfoque de valoración de los activos* utiliza las similitudes existentes entre una inversión en vivienda y una inversión en acciones. Cuando una persona adquiere una vivienda (o una acción), recibirá un flujo de rentas (o de dividendos) y obtendrá una ganancia o una pérdida cuando venda la vivienda (o la acción). En consecuencia, el precio de una vivienda no debería ser muy diferente del flujo descontado de todas sus rentas futuras. En este modelo, la ratio precio (P_t)-renta (R_t) presenta una correlación positiva con la tasa de crecimiento de las rentas (g) y negativa con la tasa de descuento, que es la suma de un tipo de interés sin riesgo (i) y de una prima de riesgo de vivienda (HRP, en sus siglas en inglés). Esta relación puede representarse como sigue:

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{(1+g)}{i_t + HRP_t - g}$$

Mientras que el tipo de interés sin riesgo puede aproximarse por el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, resulta difícil evaluar tanto la prima de riesgo de vivienda como la tasa de crecimiento futura de las rentas. Así, los expertos suelen utilizar la ratio precio-renta directamente como un indicador de valoración. Por ejemplo, una ratio precio-renta sustancialmente superior a su media histórica podría considerarse una señal de sobrevaloración del precio de la vivienda.

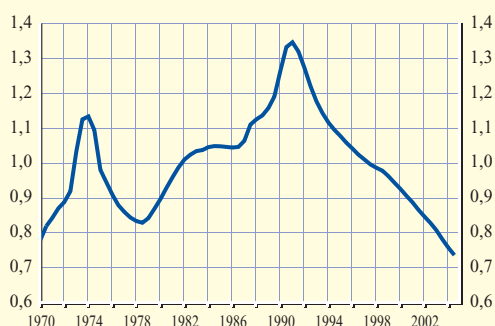
Este enfoque está sujeto a varias salvedades. En primer lugar, los mercados de la vivienda difieren en su liquidez, debido, por ejemplo, a la existencia de considerables costes de transacción y de restricciones al endeudamiento. Estas diferencias pueden explicar divergencias duraderas entre el precio de la vivienda y las rentas. Ciertamente, el modelo presupone que los propietarios de una vivienda pueden modificar las rentas con rapidez con el fin de ajustar las variaciones en el precio de la vivienda, pero, a menudo, las normas nacionales les impide hacerlo. En segundo lugar, no puede descartarse que cuando se observa un desajuste de precios se deba a que no se ha respetado una de las hipótesis del modelo, concretamente la de un crecimiento constante de las rentas de alquileres, de una prima de riesgo de vivienda que no se ha modificado, o de un factor de descuento que tampoco ha registrado cambios.

A pesar de las mencionadas salvedades, las ratios precio de la vivienda-precio de los alquileres son, con frecuencia, indicadores útiles para la valoración de la vivienda. A modo de ilustración, en el gráfico A se muestra la ratio precio-renta de la vivienda en Japón desde principios de la década de los setenta. La burbuja inmobiliaria que se produjo a finales de los años ochenta y principios de los noventa es muy evidente, ya que esta ratio casi se duplicó en el período transcurrido entre el mínimo registrado a finales de la década de los setenta y el máximo de principios de los años noventa.

Un segundo método habitualmente utilizado en la valoración del precio de la vivienda implica la estimación de un *modelo económico más estructural*, que incluye ecuaciones de demanda y de oferta para el mercado de la vivienda. Normalmente, la oferta de viviendas está determinada por la rentabilidad de su construcción, y las empresas del sector tratan de maximizar los beneficios de la construcción residencial. No obstante, la oferta es relativamente rígida a corto plazo, lo que sugiere que la demanda es el principal factor impulsor de los precios de la vivienda en este horizonte temporal. Además, dado que ciertos factores de producción (p. ej. el suelo) son fijos, la oferta podría ajustarse con relativa lentitud, incluso a largo plazo.

Gráfico A Ratio precios de la vivienda-rentas en Japón

(media entre 1970 y 2004 = 1)

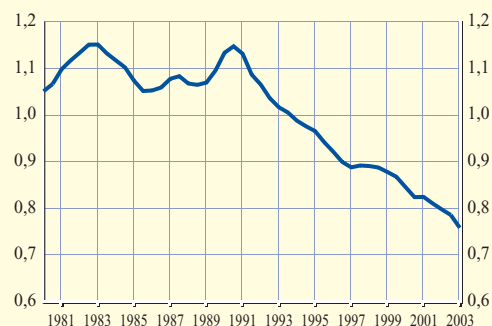


Fuente: Statistics Bureau y Japan Real Estate Economic Research Institute.

Nota: Para los precios de la vivienda se utiliza una serie de precios del suelo urbano.

Gráfico B Ratio precios de la vivienda-renta disponible de los hogares en Japón

(media entre 1970 y 2003 = 1)



Fuente: Japan Real Estate Economic Research Institute y cuentas nacionales.

Aunque el conjunto de variables explicativas incluidas en una ecuación de demanda de vivienda podría variar sustancialmente, la renta disponible de los hogares y los tipos de interés hipotecarios también suelen incluirse, si bien la demanda de inmuebles residenciales también puede estar influida por tendencias demográficas. Alternativamente, con frecuencia se utilizan medidas de la capacidad de pago para determinar la situación de la demanda de vivienda y su probable trayectoria futura. Una medida simple de la capacidad de pago es la ratio precio de la vivienda-renta disponible de los hogares. Las variaciones de los tipos de interés hipotecarios también pueden tomarse en consideración para calcular la capacidad de pago ajustada por los intereses. Cuando la capacidad de pago o la capacidad de pago ajustada por los intereses disminuyen, ello podría indicar que la trayectoria del precio de la vivienda se aparta de lo que sugeriría la evolución de la renta y de los tipos de interés hipotecarios. En tales circunstancias, esto podría ser una señal de sobrevaloración del precio de la vivienda.

También es necesario actuar con cautela al utilizar el enfoque del modelo estructural. En primer lugar, el conjunto de variables explicativas es, a menudo, limitado, y podría no tener en cuenta toda la información relevante. En segundo lugar, al igual que sucede con todos los enfoques econométricos, este método se basa en el comportamiento medio, y podría inducir a error si se producen cambios estructurales en la demanda o en la oferta de viviendas.

A pesar de las salvedades mencionadas anteriormente, los ratios de la capacidad de pago son indicadores útiles de valoración de la vivienda. A modo de ilustración, en el gráfico B se presenta la ratio precios de la vivienda-renta disponible de los hogares en Japón desde principios de la década de los ochenta. La burbuja inmobiliaria de principios de los años noventa también es visible, aunque con menos claridad que la ratio precios de la vivienda-rentas.

En general, las salvedades asociadas a cada método han de tenerse siempre en cuenta, y, como mínimo, indican que el valor de la vivienda debería determinarse aplicando enfoques diferentes y contrastando la información procedente de diversos indicadores.

Gráfico | Crecimiento del crédito y cotizaciones bursátiles en la zona del euro



Fuente: BCE.

incremento del valor de los activos se traduce en una mayor solvencia crediticia, ya que estos activos pueden utilizarse como garantía de préstamos⁴.

Varios estudios confirman esta relación desde una perspectiva histórica⁵, e indican que las medidas de la desviación del crédito agregado con respecto a su tendencia anterior, conjuntamente con los indicadores de sobrevaloración del precio de los activos (esto es, la desviación de las tendencias históricas) pueden mejorar la predictibilidad de las crisis financieras que se producen después del estallido de una burbuja.

La estrecha relación existente entre las fases alcistas del precio de los activos potencialmente negativas y la creación de crédito y liquidez en exceso es especialmente importante para los bancos centrales porque podría apuntar a una orientación de la política monetaria demasiado expansiva en momentos en los que ningún otro indicador enviaría señales que apuntaran en esa dirección. Ciertamente, determinados episodios históricos indican que las subidas vertiginosas y considerables de

los precios de los activos pueden verse favorecidas por condiciones monetarias laxas que no se reflejan inmediatamente en un aumento de la inflación medida por los precios de consumo. Existen varias explicaciones posibles a esta evidencia. En primer lugar, una mejora en la formación de capital y pronunciados avances en la productividad esperada durante la formación de una burbuja podrían contribuir a reducir los costes de producción y, de este modo, fomentar la moderación en las decisiones de fijación de precios de las empresas. En segundo lugar, si la mejora de las perspectivas internas que acompaña a la formación de la burbuja atrae a la inversión extranjera, el tipo de cambio podría apreciarse y propiciar incrementos moderados de los precios internos.

En estas circunstancias, las predicciones de inflación podrían convertirse en un indicador inapropiado de los desequilibrios que se están generando en la economía. En términos más generales, resulta muy complicado elaborar predicciones que incorporen una trayectoria probable futura de la burbuja porque resulta difícil caracterizar la distribución de probabilidad asignada a los escenarios alternativos relativos a la posible evolución futura de un proceso de estas características⁶. Este problema se ve acrecentado por el hecho de que, por regla general, los marcos macroeconómicos no están concebidos para captar adecuadamente las interrelaciones recíprocas entre variables financieras y reales, ya que con frecuencia, pasan por intrincados canales de confianza y de asimetrías de la información que, de por sí, resultan difíciles de modelizar. De este modo, es poco probable que las proyecciones macroeconómicas puedan establecer con un grado de precisión aceptable los efectos de los desequilibrios en los balances que posiblemente acompañen al proceso de generación de la burbuja y, en particular, de su resolución.

4 Véase el recuadro titulado «La relación entre el precio de los activos y la evolución monetaria» en el Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2004, así como las referencias citadas en el mismo.

5 Véase, por ejemplo, C. Borio y P. Lowe (2004), «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?», BIS Working Papers No 157. Véanse también las referencias que se citan en el recuadro 3 de este artículo.

6 Véase D. Gruen, M. Plumb y A. Stone (2003), «How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles?», Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper, 03-11.

A este respecto, ampliar el horizonte de las proyecciones con el fin de incluir, si es posible, todo el período de existencia de una burbuja es realmente útil desde un punto de vista conceptual. Con todo, al mismo tiempo, esta posibilidad es difícilmente viable, porque la dificultad de asignar probabilidades a distintos procesos de evolución de una burbuja aumenta en función de la duración del escenario. Por ello, las predicciones convencionales acerca de la inflación deben complementarse con una perspectiva más amplia sobre la evolución macroeconómica. Como se ha indicado anteriormente, los indicadores crediticios y monetarios son elementos clave de esta perspectiva macroeconómica más amplia.

3 BURBUJAS E INESTABILIDAD MACROECONÓMICA

Las burbujas del precio de los activos constituyen un motivo de preocupación para los bancos centrales centrados en la estabilidad por diversas razones. Como se ha indicado anteriormente, las burbujas pueden distorsionar las decisiones económicas y financieras. Debido a la existencia de distintas fricciones, los activos no sólo se utilizan como depósito de valor, sino que también se pueden movilizar como garantía del crédito. Así, cuando el precio de mercado del volumen de capital de las empresas o de los hogares se eleva por encima de niveles acordes con los flujos de ingresos futuros, esto puede modificar el coste del capital, ya que es posible que a las empresas les resulte más fácil captar fondos en el mercado de capitales. Al mismo tiempo, dado que, por regla general, se anima a los hogares a gastar sus ganancias de capital cuando se incrementa el precio de los activos, las burbujas duraderas y de tamaño considerable pueden estimular el gasto en consumo.

No obstante, el cambio de sentido repentino de una burbuja altera las condiciones económicas que constituyen la base de los planes de consumo y de inversión. La situación patrimonial de las empresas y los hogares se deteriora, y puede que a muchas empresas les resulte imposible pagar sus préstamos, lo que afectaría negativamente a los balances de los bancos. Por otra parte, una corrección brusca del precio del capital puede llevar a constatar que la inversión realizada cuando los

precios de los activos estaban aumentando vertiginosamente probablemente fue desproporcionada. La acumulación resultante de exceso de capacidad en las estructuras y el equipamiento puede llevar a los agentes económicos a no realizar más inversiones y contribuir a que se registren niveles reducidos de utilización de la capacidad existente durante un período prolongado. Estos dos fenómenos pueden ralentizar la recuperación económica.

Los consumidores también podrían verse inducidos a modificar sus planes de consumo porque la caída del precio de los activos reducirá el valor de su patrimonio, y a aquéllos con una deuda hipotecaria excesiva en un inmueble sobrevalorado, la proporción de la renta dedicada al pago de intereses y del principal les podría resultar demasiado elevada de sostener. A este respecto, la evidencia empírica tiende a indicar que una burbuja que se deshinchaba en el mercado de la vivienda es más costosa que una caída drástica de envergadura similar en el mercado de renta variable, ya que los activos inmobiliarios se utilizan de manera más generalizada e intensa como garantía del crédito. En el recuadro 3 se presenta una taxonomía de las principales regularidades empíricas relacionadas con los ciclos alcistas y bajistas en los que hay posibilidades de que se produzca una corrección desordenada.

Las dificultades de los prestatarios a la hora de pagar su deuda y la depreciación de las tenencias directas de activos pueden provocar serios desequilibrios en los balances de los intermediarios financieros. Al tratar de corregirlos, las entidades de crédito podrían tornarse reacias a exponerse a nuevos riesgos, reforzando con ello el impacto negativo de una deflación causada por el precio de los activos en el ciclo económico.

En casos extremos, como el de la Gran Depresión del siglo pasado, una combinación de los factores anteriormente mencionados generó una situación en la que se hizo muy difícil reestablecer la confianza y reactivar el gasto. La crisis financiera que se produjo como consecuencia del estallido de la burbuja tardó años en superarse. A menudo, el problema se ha visto agravado por la imposibilidad de que un banco central reduzca el tipo de interés nominal de mercado hasta niveles por debajo de cero.

Recuadro 3

REGULARIDADES EMPÍRICAS SOBRE LOS CICLOS ALCISTAS Y BAJISTAS DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS

En varios estudios recientes se han analizado los ciclos históricos alcistas y bajistas del precio de los activos con el fin de establecer regularidades en lo que respecta al elevado coste de los ciclos expansivos, así como de valorar las posibilidades de identificación de este tipo de ciclos, cuando entrañan riesgos, en una fase inicial¹.

En un estudio realizado recientemente por el FMI² se analizan períodos bajistas en los mercados de la vivienda y en los de acciones y se llega a las siguientes conclusiones:

- El precio de la vivienda registra fases bajistas con menos frecuencia que el precio de las acciones. Los períodos en los que los precios de la vivienda van de máximos a mínimos duran más, en promedio, que las fases bajistas del precio de las acciones (cuatro años, frente a dos años y medio). Las caídas de los precios de la vivienda y de las acciones durante ciclos bajistas son, en promedio, de aproximadamente el 30% y el 45%, respectivamente. El 40% y el 25%, respectivamente, de los ciclos alcistas de los precios de la vivienda y de las acciones van seguidos de fases bajistas.
- Las pérdidas de producto asociadas a las fases bajistas de los precios de los activos son considerables. La pérdida ocasionada durante un ciclo bajista típico de los precios de la vivienda y de las acciones asciende al 8% y al 4%, respectivamente, del PIB.
- Los sistemas financieros basados en los bancos incurren en pérdidas más elevadas que los sistemas basados en el mercado en las fases bajistas del precio de la vivienda, y lo contrario sucede cuando se producen ciclos bajistas del precio de las acciones. Todas las crisis bancarias importantes ocurridas en los países industrializados durante el período de posguerra coincidieron con ciclos bajistas del precio de la vivienda.

Un documento de trabajo del BCE³ se centra en los períodos *alcistas* del precio de los activos. Al distinguir entre ciclos alcistas con costes elevados y ciclos alcistas con costes reducidos⁴, el documento llega a las siguientes conclusiones:

- Los ciclos alcistas con costes elevados suelen durar aproximadamente un año más que los ciclos alcistas con costes reducidos (cuatro años frente a tres años), conllevan la formación de mayores desequilibrios reales y financieros, y van acompañados de ciclos alcistas del precio de la vivienda más pronunciados y de una inflación más alta hacia el final del período.
- Durante las fases iniciales de los ciclos alcistas, el crecimiento monetario real y el crecimiento real del crédito es mayor en los de costes elevados.
- Hacia el final de los ciclos alcistas con costes elevados, la orientación de la política monetaria suele ser más flexible que en los ciclos similares con costes reducidos⁵.

1 Véase el seminario del BCE titulado «Asset Prices and Monetary Policy», en la dirección www.ecb.int/events/conferences/html/assetmp.en.html

2 Véase T. Helbling y M. Terrones (2003), «When Bubbles Burst», World Economic Outlook, IMF, April 2003, Chapter II. Los autores basan sus resultados en una muestra de 14 ó 19 países industrializados (para los precios de la vivienda y de las acciones, respectivamente), entre 1959 y 2002. Las fases bajistas se definen como descensos de los precios reales desde el máximo al mínimo cíclico correspondientes al cuarto inferior.

3 Véase C. Detken y F. Smets (2004), «Asset Price Booms and Monetary Policy», ECB Working Paper 364. Los autores utilizan índices agregados del precio de los activos (fuente: BPI), que incluye el precio de los inmuebles residenciales privados y el de los inmuebles para usos comerciales, así como los precios de las acciones de 18 países industrializados para el período comprendido entre 1970 y 2002. Los ciclos alcistas se definen como períodos en los que los precios reales de los activos superan una tendencia (estocástica) recursiva que se ajusta con lentitud en más del 10%.

4 Los ciclos alcistas con costes elevados se definen como una caída de más de 3 puntos porcentuales del crecimiento medio del PIB real en los tres años posteriores a la fase expansiva en comparación con el crecimiento medio del PIB real en el año en que se produce la expansión.

5 En el caso de la Gran Depresión de Estados Unidos, este resultado lo confirman L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2003), «The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», Journal of Money, Credit and Banking 35(6), Part 2, pp. 1119-1197.

4 RESPUESTAS DEL BANCO CENTRAL A LAS BURBUJAS DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS

La preocupación de que si a una burbuja se le deja seguir su curso podría degenerar en un perjuicio serio para la economía podría constituir un aliciente para que la política monetaria desempeñe un papel activo cuando se observan indicios de desajustes en los mercados de activos. Cuestiones como la de si un banco central debe intervenir en tales circunstancias y, en caso afirmativo, en qué medida y de qué manera, son controvertidas. En el recuadro 4 se presenta un análisis del reciente debate académico en torno a estas cuestiones.

Dos propuestas radicales han sido objeto de cierta atención, pero no han logrado conseguir apoyo. Una de ellas consiste en incorporar un índice del precio de los activos como una variable objetivo, incluyendo el precio de los activos en el índice de precios a partir del cual un banco central define la estabilidad de precios. Aunque los fundamentos teóricos en los que se sustenta este enfoque son, según se sugiere en el recuadro 4, cuestionables, existen también numerosos obstáculos prácticos para su aplicación que lo descalificarían como una opción viable para la política monetaria.

La segunda opción que tendría un banco central que ha de afrontar una tendencia anómala en el precio de los activos sería «pinchar» la burbuja cuando se haya recopilado evidencia suficiente que confirme la sospecha de que ésta realmente se podría estar generando. En este caso, la burbuja podría haber llegado a una fase final de madurez antes de que el banco central intervenga con un endurecimiento firme de la política monetaria para responder a la especulación. Se partiría del supuesto de que aumentando considerablemente el coste de mantener una posición especulativa en el mercado, tal acción correctora obligaría a que se liquiden las posiciones más especulativas. No obstante, la experiencia indica que la reacción del mercado ante un cambio tan brusco en la situación monetaria es muy impredecible. Además, los intentos de pinchar la burbuja pueden exigir variaciones muy sustanciales en los tipos de interés, lo que podría plantear graves riesgos para la economía. Por otra parte, en una primera fase, la burbuja

puede resistir a subidas, incluso agresivas, de los tipos de interés. Sin embargo, en una segunda fase, hasta las intervenciones que conllevan incrementos marginales pueden desencadenar una venta generalizada, lo que puede multiplicar el impacto restrictivo del endurecimiento⁷. Por estos motivos, una política consistente en «pinchar la burbuja» no es una opción viable para un banco central orientado a la estabilidad.

Existe una tercera opción que ha recibido cierto apoyo de los expertos en el debate sobre política monetaria. Este enfoque consiste en aplicar una política prudente de «intervenir en contra de la tendencia» cuando se observa que se está formando una burbuja. Ante un mercado de activos en alza, el banco central adoptaría una orientación de política monetaria algo más restrictiva de lo que permitiría si tuviera que afrontar unas perspectivas macroeconómicas similares en condiciones de mercado más normales. De este modo, el banco central actuaría con mayor cautela de la habitual, ya en una fase inicial de la evolución del mercado, intentando evitar alimentar la burbuja con una política monetaria acomodaticia. Así, es posible que tolerara cierta desviación con respecto al objetivo de estabilidad de precios a corto plazo a cambio de mejores perspectivas de mantener la estabilidad económica y de precios en el futuro.

Una política consistente en «intervenir en contra de la tendencia» implica riesgos relativamente limitados cuando una subida en el mercado de renta variable tiene su origen en la propagación de expectativas optimistas sobre ganancias futuras de productividad. Si posteriormente se demostrara que estas expectativas eran exageradas, la decisión de aplicar una política monetaria más restrictiva en una fase inicial se confirmaría como una actuación positiva de manera retroactiva, ya que una orientación menos acomodaticia habría reducido la contribución de la política monetaria a co-

7 Muchos analistas atribuyen la profundidad y la persistencia de la Gran Depresión a un intento de la Reserva Federal de «pinchar» la burbuja que se estaba formando en el mercado de renta variable. Véase, por ejemplo, «When the ticker ran late: The stock market boom and crash of 1929», en: E. White (ed., 1990), *Crashes and Panics: The Lessons from History*, Homewood, Ill.: Dow-Jones Irwin, pp. 143-187.

Recuadro 4

EL DEBATE ACADÉMICO SOBRE POLÍTICA MONETARIA Y EL ESTABLECIMIENTO DE UN OBJETIVO DE PRECIO DE LOS ACTIVOS

La propuesta más radical en relación con la importancia de los precios de los activos en la ejecución de la política monetaria consiste en incluirlos directamente en el índice que define la estabilidad de precios. Originariamente, este enfoque fue planteado por Alchian y Klein (1973), que consideraron que, desde una perspectiva del bienestar, un banco central debe tratar de que los precios de los bienes de consumo actuales y futuros sean estables centrándose en un índice del «coste de la vida». Se partía de que los precios de los activos servían para aproximar los precios de consumo en el futuro que, de hecho, no son observables. Recientemente se ha planteado una propuesta que propugna incluir al menos los precios de la vivienda por sus propiedades de predicción de la inflación medida por los precios de consumo¹. Además, se ha señalado que únicamente un índice del «coste de la vida» sería imparcial en épocas de preferencias cambiantes en lo que respecta al consumo actual y futuro².

La literatura académica sobre este tema identifica claramente varios problemas conceptuales y de aplicación en lo que respecta a la inclusión del precio de los activos en el índice de precios relevante a efectos de política monetaria.

1. Es probable que el precio de los activos sea una variable proxy inadecuada de los precios de los bienes en el futuro al menos por dos motivos. En primer lugar, el índice de precios de los activos correspondiente debería abarcar, teóricamente, todos los activos, incluido el capital humano y el valor de los bienes de consumo duradero. En segundo lugar, el precio de los activos puede moverse en direcciones que no están relacionadas con las expectativas de inflación futura. Para determinar la inflación medida por el precio de los activos y reaccionar adecuadamente, el banco central tendría que ser capaz de establecer el valor fundamental de los activos⁴.
2. El establecimiento de un objetivo de precios de los activos incluyéndolos en el índice de precios correspondiente, y, por lo tanto, de una respuesta de política monetaria más o menos mecánica, crea problemas de riesgo moral en lo que respecta al comportamiento de los inversores frente al riesgo. La asunción de riesgos aumentaría en previsión de los intentos de la política monetaria de estabilizar el precio de los activos⁴.
3. Se produciría una «indeterminación de la inflación» como consecuencia de la relación existente entre la determinación del precio de los activos y una orientación de la política monetaria que incorpora una perspectiva futura. Si los bancos centrales aplican una política monetaria en respuesta a la evolución del precio de los activos, y estos precios son, al menos en parte, resultado de las expectativas de los agentes privados sobre la orientación futura de dicha política, entonces, en determinadas condiciones, las expectativas de inflación pueden hacerse realidad. La tasa de inflación pasará a ser «indeterminada» y, potencialmente podría ser muy volátil⁵.

1 Véase A. Alchian y B. Klein (1973), «On a Correct Measure of Inflation», *Journal of Money, Credit and Banking*, 5(1), pp. 173-191. En relación con los argumentos a favor de incluir un índice de los precios de la vivienda en el índice en que se centra un banco central, véase C. Goodhart (2001), «What Weight Should Be Given to Asset Prices in the Measurement of Inflation?», *The Economic Journal*, 111, pp. 335-356, y C. Goodhart y B. Hofmann (2000), «Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?», *The Manchester School Supplement*, 68, pp. 122-140.

2 Véase M. Bryan, S. Cecchetti y R. O'Sullivan (2003), «A Stochastic Index of the Cost of Life», en: W. Hunter, G. Kaufmann y M. Pomerleano (eds.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge.

3 Véase A. Filardo (2000), «Monetary Policy and Asset Prices», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, tercer trimestre. Véase también E. Diewert (2002), «Harmonized Indexes of Consumer Prices: Their Conceptual Foundations», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138 (4), pp. 547-637 y F. Smets (1997), «Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence», CEPR Discussion paper, 1751.

4 Véase C. Goodhart y H. Huang (1999), «A Model of the Lender of Last Resort», IMF Working Paper, 99/39.

5 Véase B. Bernanke y M. Woodford (1997), «Inflation Forecasts and Monetary Policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(4), pp. 663-684.

4. Si el banco central es creíble y consigue alcanzar el objetivo de estabilidad de los precios de consumo, esto también hará que se estabilicen las expectativas acerca de las tasas de inflación futura. En tal caso no está claro qué puede obtenerse estableciendo expresamente como objetivo una variable *proxy* (necesariamente deficiente) de los precios de consumo en el futuro⁶. Ciertamente, este podría llegar a considerarse un caso en el que el banco central contabiliza dos veces las presiones sobre los precios de consumo en la información que analiza.
5. Habría que determinar la ponderación de los precios actuales de los bienes de consumo y de los precios de los activos. Partiendo de cuotas de gasto tradicionales, la ponderación de los precios de los activos podría exceder fácilmente del 90%, lo que conduciría a una política monetaria extremadamente volátil. Otros métodos relacionan las cuotas de ponderación con la capacidad de predicción de los precios de consumo futuros. Los resultados difieren considerablemente en función del método elegido⁷.
6. La política monetaria no puede controlar los factores fundamentales que afectan a los precios de los activos a largo plazo. Es posible que los intentos de controlar estos precios de manera mecánica resulten inútiles.

6 Véase B. Bernanke y M. Gertler (2001), «Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?», *American Economic Review*, 91, pp. 253-257. Véase también S. Cecchetti, H. Genberg y S. Wadhvani (2003), «Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework», en: W. Hunter, G. Kaufmann y M. Pomerleano (eds.), *Asset price bubbles*, MIT Press, Cambridge.

7 Véase, por ejemplo, Bryan Cecchetti, O'Sullivan (2003), op. cit.

regir una euforia colectiva injustificada. Unos criterios de concesión del crédito más restrictivos en las primeras fases del proceso contendrían, presumiblemente, el rumbo de los valores de mercado y, con ello, harían que un eventual cambio de sentido fuera menos adverso para la estabilidad de la economía en su conjunto. A la inversa, en caso de que las expectativas optimistas del sector privado se confirmaran *ex post*, el coste que supondría una orientación más restrictiva de la política monetaria quedaría compensado por el aumento de las posibilidades de producción de la economía y de las mejores perspectivas de crecimiento.

Una política consistente en «intervenir en contra de la tendencia» parecería más atractiva cuanto mayores sean los costes que el banco central atribuye a variaciones importantes y fundamentalmente injustificadas en la valoración de activos y más elevado sea el riesgo de que estas fluctuaciones del mercado tiendan a cobrar impulso a medida que se demore su adecuado control.

Un argumento a favor de una política consistente en «intervenir en contra de la tendencia» es la simetría. Mediante esta política, el banco central haría que se desvanecieran las expectativas de que la política monetaria únicamente actuaría en apoyo de la economía en caso de que se produjera una caída drástica

del precio de los activos, pero no si suben los precios. Como los inversores no se sentirían cubiertos a la baja, esto contrarrestaría una infravaloración sistemática del riesgo en los mercados. Una valoración más adecuada de los riesgos reduciría al mínimo los incentivos para que los intermediarios apliquen estrategias especulativas y para que las entidades de crédito acumulen posiciones excesivamente arriesgadas, eliminando con ello el impulso que haría que la burbuja siga avanzando.

La simetría implícita en un enfoque basado en «intervenir en contra de la tendencia» también contribuiría a determinar la política monetaria tras el estallido de la burbuja. En esa fase, se podrían aplicar medidas para hacer frente a las presiones deflacionistas sin correr el peligro de fomentar prácticas basadas en el riesgo moral.

A pesar de estas atractivas características, una política consistente en «intervenir en contra de la tendencia» también entraña riesgos. En primer lugar, se ha de tener presente que, a menudo, las burbujas son resultado de desequilibrios estructurales subyacentes que pueden abordarse adecuadamente mediante otras políticas, como las medidas de regulación prudencial, modificaciones del régimen fiscal y una reforma radical de las subvenciones y transferencias públicas, que con frecuencia serían

la mejor opción para corregir desequilibrios estructurales que son la causa de la insostenible apreciación de los activos. En segundo lugar, nunca se puede descartar que el mercado reaccione de manera desordenada a una intervención política, incluso en aquellos casos en que dicha política se aplica gradualmente en un horizonte temporal amplio.

Por último, podría percibirse que este enfoque impone una reacción bastante mecánica a la evolución del precio de los activos. No obstante, es poco probable que una respuesta prudente de política monetaria a un posible desajuste en el precio de los activos adopte la misma forma que la de una reacción ante la evolución del índice del precio de los activos.

5 DINERO, PRECIO DE LOS ACTIVOS Y ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

El debate anterior ha servido para aclarar una serie de principios de una política monetaria prudente en una situación en la que hay indicios de sobrevaloración de activos. La estrategia de política monetaria del BCE puede considerarse un marco estratégico que incorpora estos principios.

De conformidad con el Tratado, el objetivo primordial del BCE está inequívocamente centrado en el mantenimiento de la estabilidad de precios. El BCE no establece como objetivo el precio de ningún activo. La mayor parte del tiempo, las fuerzas de mercado garantizan una asignación eficiente de los recursos mediante la libre determinación de los precios relativos.

La orientación a medio plazo que se recoge en el concepto de política monetaria del BCE refleja la necesidad de evaluar el impacto de las perturbaciones económicas, incluidas las que impulsan los precios de los activos, en horizontes temporales suficientemente prolongados. Un horizonte temporal más amplio es fundamental para identificar todas las implicaciones de los ciclos más cortos del precio de los activos. Este enfoque de política monetaria reduce el riesgo de que, al adoptar una perspectiva con poca visión de futuro, el banco central pueda pasar por alto los riesgos para la estabilidad de precios en horizontes más dilatados.

La estrategia basada en dos pilares del BCE se sustenta en un marco analítico general que también puede contribuir a abordar el problema de identificar las distorsiones subyacentes en el precio de los activos y determinar las complicadas repercusiones de sus fluctuaciones para la economía⁸. En el análisis económico, el BCE realiza un seguimiento de los precios de los activos como indicadores adelantados de la actividad económica y evalúa su impacto en el gasto y en la formación de los precios de consumo desde una perspectiva de corto a medio plazo. Una mejor comprensión del estado de las expectativas facilita la valoración de las perspectivas de inflación medida por los precios de consumo a corto plazo. Al mismo tiempo, un aspecto fundamental del análisis económico es el estudio de las repercusiones de las variaciones de las cotizaciones bursátiles y de los precios de los inmuebles en la riqueza, en el coste de capital y en la situación patrimonial de diversos sectores de la zona del euro y, a través de estos canales, en el consumo y la inversión. Este aspecto del análisis económico mide las presiones sobre los precios de consumo que es probable que se produzcan como consecuencia de desplazamientos inducidos por los precios de los activos en el equilibrio entre la demanda y la oferta de corto a medio plazo.

En el análisis monetario, la valoración del dinero y del crédito desempeña un destacado papel a la hora de determinar las perspectivas de evolución de los precios de medio a largo plazo. Este enfoque complementario hace que sea posible realizar un seguimiento de las interacciones entre la formación de precios en el mercado y la creación de crédito y de liquidez en el sector financiero. El análisis monetario puede contribuir a valorar hasta qué punto los activos sobrevalorados pueden dar lugar a un exceso de crédito y de creación de liquidez. La identificación y la comprensión de este vínculo ayudan al BCE a formarse una opinión sobre si un movimiento observado en el precio de los activos puede reflejar que se está formando una burbuja insostenible. Las medidas del «exceso de liquidez», también definido en términos de la cantidad de dinero que resultaría de modelos de demanda de dinero convencio-

8 Véase «La política monetaria del BCE», BCE, 2004.

nales, así como del «exceso de crédito», aportan valiosa evidencia cuantitativa al banco central. Por ejemplo, tal evidencia podría apuntar a una orientación de la política monetaria más laxa que la obtenida del análisis económico y de las proyecciones de inflación medida por los precios de consumo. Esto, junto con medidas más estándar de la sobrevaloración del precio de los activos, contribuiría a confirmar las sospechas de que se podría estar formando una burbuja.

La realización de un contraste entre el análisis económico y el análisis monetario amplía el horizonte temporal en el que el BCE traza la posible evolución de los precios de consumo. Gracias a la perspectiva de medio a largo plazo que proporciona el pilar monetario y al seguimiento sistemático de la evolución monetaria y crediticia realizado en el marco de dicho análisis, la estrategia basada en dos pilares no pasa por alto su posible influencia como factor impulsor de la inflación medida por los precios de consumo de medio a largo plazo. En consecuencia, este enfoque tiene un importante efecto positivo indirecto, ya que permite tomar en consideración los riesgos que podrían estar asociados a una trayectoria insostenible del precio de los activos. Por otra parte, puede contribuir a limitar las posibilidades que se produzca una evolución insostenible en las valoraciones de activos. Por último, este contraste contribuye a evaluar mejor la adecuación de la orientación de la política monetaria. Las señales tempranas que indican que un proceso de incrementos repentinos de los precios de las acciones o de la vivienda en la zona del euro podría estar relacionado con una situación holgada de liquidez llevarían a una mayor vigilancia.

El mandato del BCE de preservar una perspectiva de la zona del euro garantiza que el análisis económico y el monetario se centran específicamente en fenómenos que afectan a toda la zona. Esto no im-

plica que la situación en el ámbito regional, como desajustes considerables en los precios de los inmuebles en algunos países, no merezca atención. Ciertamente, estas necesidades deben valorarse con detenimiento con el fin de comprender mejor la naturaleza de las perturbaciones y su potencial para causar un impacto en la estabilidad del sistema monetario y financiero de la zona del euro en su conjunto. También es necesario tomar en consideración las señales de contagio y las externalidades transmitidas por un sistema integrado de crédito. Toda esta información es importante para adoptar decisiones de política monetaria.

CONCLUSIONES

Las burbujas del precio de los activos plantean muchos retos para los bancos centrales. Episodios históricos han puesto de manifiesto que estas burbujas pueden evolucionar con rapidez y que su estallido puede tener un coste muy elevado para la economía.

Las burbujas del precio de los activos resultan difíciles de identificar en tiempo real, y por ello, a menudo sólo se identifican *ex post*. Sin embargo, parece que existen varias herramientas que pueden ayudar a identificar la aparición de burbujas.

El BCE no establece como objetivo el precio de los activos. No obstante, debe realizar un atento seguimiento de sus fluctuaciones con el fin de mantener la estabilidad de los precios de consumo en horizontes temporales más dilatados. A este respecto, el destacado papel que desempeñan el dinero y el crédito en la estrategia del BCE deberían ayudarle a valorar la evolución de los precios de los activos y hasta qué punto suponen un riesgo para la estabilidad de precios en un futuro más lejano.

COMPARACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO, ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN

ARTÍCULOS

Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón

La comparación internacional de los principales indicadores macroeconómicos desempeña un papel cada vez más importante en el análisis económico y monetario. La situación económica de la zona del euro se analiza con regularidad, comparándola con otras dos grandes economías: Estados Unidos y Japón. No obstante, las diferencias en los conceptos estadísticos, el ámbito de los datos, las prácticas contables y las metodologías de elaboración afectan a la comparación de las estadísticas. En los últimos años, se ha avanzado considerablemente en la armonización internacional de las estadísticas. Si bien los principales agregados correspondientes a la zona del euro, Estados Unidos y Japón a menudo no son totalmente comparables, se pueden realizar algunos ajustes o elaborar otros indicadores que faciliten esa comparación. No obstante, los principales indicadores reflejan con frecuencia determinadas peculiaridades de cada economía y, por consiguiente, su total armonización en el caso de la zona del euro, Estados Unidos y Japón, podría suponer una pérdida de información relevante.

I INTRODUCCIÓN

La comparación de los indicadores macroeconómicos de la zona del euro con los de Estados Unidos y Japón es un componente esencial de los análisis monetarios, económicos y estructurales. Las comparaciones internacionales proporcionan una medida relativa de la situación económica. Además, permiten analizar el impacto de las distintas peculiaridades institucionales sobre la evolución macroeconómica.

La posibilidad de contar con datos estadísticos homogéneos facilita enormemente un análisis comparado riguroso entre la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Por lo tanto, es esencial explicar las diferencias entre los distintos indicadores y elaborar indicadores o estimaciones adicionales que permitan realizar comparaciones internacionales.

En los diez últimos años, el proceso de armonización internacional de las estadísticas macroeconómicas ha avanzado notablemente, como consecuencia del mayor desarrollo y la puesta en práctica de normas internacionales en diversos ámbitos estadísticos. En el cuadro 1 se presenta una panorámica de las publicaciones metodológicas más destacadas aparecidas recientemente. No obstante, a pesar de estos avances, la comparación internacional de los indicadores económicos sigue siendo una tarea compleja. A juzgar por los análisis, las diferencias conceptuales, en el ámbito de los datos, en las prácticas contables y en la metodología de elaboración son los factores que más limitan la comparación de las estadísticas. Por otra parte, la aplicación de las mismas medidas estadísticas a economías de mercado con marcos institucionales di-

ferentes requiere un análisis en profundidad. Por ejemplo, la ratio de ahorro de los hogares medida de acuerdo con los conceptos de las cuentas nacionales puede arrojar resultados muy distintos dependiendo del marco institucional de los planes de pensiones para la vejez¹.

El presente artículo se centra en la comparación estadística de una serie de indicadores clave de la zona del euro, Estados Unidos y Japón, pero no se abordan cuestiones relativas a la comparación de los marcos institucionales. Los indicadores elegidos son algunos de los que el BCE somete a un seguimiento más atento en la ejecución de la política monetaria².

El artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se presenta una descripción general de los factores que dificultan la comparación, así como una evaluación resumida de los principales indicadores. En la sección 3 se analiza con más detalle la posibilidad de comparar algunos de estos indicadores económicos más importantes, como las tasas de inflación, el PIB, los costes laborales unitarios, los agregados del crédito bancario, los indicadores de endeudamiento y el déficit o superávit público. Estas estadísticas revisten especial interés en relación con la posibilidad o la imposibilidad de proceder a una comparación internacional. En la medida de lo posible, se han comparado con detalle los indicadores de la zona del euro con indicadores equivalentes de Estados Unidos o Japón. Debido a las limitacio-

1 Véase «Comparison of household saving ratios: euro area, United States, Japan», ECB/OECD, 9 de junio de 2004.

2 Los agregados monetarios no se incluyen en el presente artículo, ya que su definición y medida dependen de sus características institucionales.

Cuadro I Principales publicaciones internacionales sobre metodología estadística

Estadística	Título	Fecha de publicación ¹⁾	Organismo(s) internacional(es) responsable(s)
Cuentas nacionales	Sistema de cuentas nacionales 1993 (SNA 93)	1993	División de Estadística de las Naciones Unidas, FMI, Banco Mundial, Comisión Europea (Eurostat) y OCDE
Mercado de trabajo	International Recommendations on Labour Statistics ¹⁾	1919-2004	Organización Internacional del Trabajo (OIT)
Estadísticas monetarias y bancarias	Manual de estadísticas monetarias y financieras	2000	FMI
	Guía de compilación de indicadores de solidez financiera	2003	FMI
Finanzas públicas	Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001	2001	FMI
Balanza de pagos	Manual de Balanza de Pagos	1993	FMI
Deuda externa	Estadísticas de la deuda externa: Guía para compiladores y usuarios 2003	2003	FMI, BPI, Eurostat, OCDE, Banco Mundial
Reservas internacionales	Planilla de declaración de datos sobre las reservas Internacionales y la liquidez en moneda extranjera	1999	FMI
Comercio exterior	International Merchandise Trade Statistics: Compilers Manual	2003	División de Estadística de las Naciones Unidas, Organización Mundial del Comercio (OMC), Organización Mundial de Aduanas, FMI, OCDE, Eurostat
Nomenclatura de productos	Clasificación uniforme para el comercio internacional (CUCI Rev. 3)	1986	División de Estadística de las Naciones Unidas
Nomenclatura de actividades	Clasificación internacional industrial uniforme de todas las actividades económicas (CIIU Rev. 3.1)	2002	División de Estadística de las Naciones Unidas
Índice de precios de consumo	Consumer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	OIT, FMI, OCDE, Eurostat, Comisión Económica para Europa de las Naciones Unidas (CEPE), Banco Mundial
Índice de precios industriales	Producer Price Index Manual: Theory and Practice	2004	OIT, FMI, OCDE, CEPE, Banco Mundial
Índice de precios de exportación y de importación	IMF Export and Import Price Index Manual	2004	FMI, OIT, OCDE, CEPE, Banco Mundial

Nota: Para obtener más información sobre metodología estadística, puede consultarse la página web de la División de Estadística de las Naciones Unidas <http://unstats.un.org/unsd/progwork/>.

1) Fecha de la primera edición.

2) Las normas del SNA 93 se aplican también a las estadísticas sobre el mercado de trabajo.

nes de los datos, no siempre se puede realizar un análisis sistemático de la comparación de las estadísticas de Japón. Finalmente, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

2 FACTORES BÁSICOS QUE AFECTAN A LA COMPARACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS

Cuatro son los principales factores que afectan a la comparación de las estadísticas, a saber, diferencias en: i) los conceptos estadísticos y sus defini-

ciones, recogidas con el máximo detalle; ii) el ámbito de los datos; iii) las prácticas contables, y iv) métodos de compilación.

En primer lugar, el uso de diferentes conceptos y detalles puede afectar a los resultados de la comparación. Por ejemplo, en lo que se refiere a los principales datos de paro, varios países de la zona del euro utilizan, con frecuencia, definiciones administrativas (es decir, las registradas en las oficinas públicas de empleo), que difieren de la definición normalizada de desempleo. Las definiciones adop-

tadas por la Organización Internacional del Trabajo (OIT) permiten compilar estadísticas de desempleo comparables. En base a estas definiciones, se considera desempleados a las personas en edad de trabajar que, durante el período de referencia, no tienen un puesto de trabajo, están disponibles para trabajar y han dado los pasos necesarios para encontrar un empleo. En las tres regiones económicas que abarca el estudio, los datos de desempleo comparables se recopilan a partir de la información que proporcionan los hogares en una encuesta por muestreo en la que se aplican las directrices de la OIT³. Con todo, subsisten algunas divergencias de menor importancia que afectan, por ejemplo, a la definición de los límites de edad.

En segundo lugar, el ámbito de los datos nacionales puede variar con respecto al territorio de la zona económica, la población o las ramas de actividad. Por ejemplo, las principales estadísticas de costes laborales unitarios de Estados Unidos se refieren únicamente al sector de empresas no agrícolas, mientras que en el caso de la zona del euro, el indicador abarca a toda la economía.

En tercer lugar, en la práctica surgen diferencias respecto a las prácticas contables utilizadas en los datos originales. Concretamente, el uso de distintos métodos de valoración (valor de mercado frente a valor nominal) o de diferentes momentos de registro también influye en la comparación de los datos. Para las estadísticas de finanzas públicas se utilizan distintos momentos de registro. En la zona del euro se publican con arreglo al año natural, mientras que en Estados Unidos y Japón se compilan tomando como base el año fiscal (que, en estos dos países, abarca períodos diferentes⁴).

Un cuarto factor que puede limitar la comparación es el uso de diferentes prácticas para calcular datos agregados. Por ejemplo, la zona del euro presenta datos consolidados de la deuda de las Administraciones Públicas, mientras que Estados Unidos y Japón presentan estos datos sin consolidar.

En el cuadro 2 se presenta una comparación de algunas estadísticas. Se estima que los agregados básicos como el PIB, el consumo, la inversión y la balanza de pagos de la zona del euro son, en general, compa-

rables con los de Japón. Las pequeñas diferencias que se observan en los indicadores de Estados Unidos pueden atribuirse a desviaciones respecto a las normas del SNA 93 en lo relativo a la determinación de los componentes del PIB y a diferencias en los métodos de compilación. Los indicadores de desempleo de las tres grandes áreas económicas son prácticamente comparables, a pesar de las ligeras divergencias mencionadas anteriormente.

En lo que respecta a la mayoría de los demás indicadores clave, las diferencias de concepto y de definición pueden solucionarse en parte realizando los ajustes oportunos o utilizando otros indicadores elaborados y publicados por las autoridades estadísticas. En algunos casos, estos indicadores alternativos también han de ajustarse para poder realizar comparaciones correctas con los indicadores de la zona del euro (por ejemplo, el empleo o las tasas de inflación). En otros casos, los datos principales pueden ajustarse para que la comparación sea posible (por ejemplo, los costes laborales unitarios, el endeudamiento o las estadísticas de las Administraciones Públicas). En lo que se refiere a las estadísticas de crédito, podría construirse un indicador comparable para Estados Unidos ajustando la cobertura del sector bancario. Hasta la fecha, esto no ha sido posible para Japón. Por último, cabe señalar que no existe equivalente para algunos indicadores que se utilizan en la zona del euro, como el índice de costes laborales por hora trabajada de toda la economía, los tipos de interés aplicados por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y la emisión de valores de renta fija.

3 COMPARACIÓN DE ALGUNOS INDICADORES ESTADÍSTICOS

INDICADORES DE PRECIOS DE CONSUMO

El objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) que publica Eurostat es el principal indicador de re-

3 La recopilación de las estadísticas de desempleo forma parte de lo que se conoce como encuestas de población activa.

4 En Estados Unidos, el año fiscal abarca el período comprendido entre octubre y septiembre del año siguiente, mientras que en Japón va de abril a marzo.

Cuadro 2 Comparación de algunos de los principales indicadores económicos (Continuación)

Indicadores principales de la zona del euro	Comparación con	Valoración	
		Estados Unidos	Japón
IAPC	IPC excluidos alquileres imputados a las viviendas ocupadas por sus propietarios	Comparable (cobertura de productos similar a la del IAPC)	Comparable (cobertura de productos similar a la del IAPC)
PIB	Misma variable	Prácticamente comparable (PIB a precios corrientes: tratamiento ligeramente distinto del gasto en software, economía sumergida, gastos militares y SIFMI; PIB a precios constantes: tratamiento ligeramente distinto de los cambios de calidad, producción no de mercado e índices aplicados)	Comparable
Consumo	Misma variable	Comparable	Comparable
Inversión	Misma variable ajustada (EEUU)	Más comparable (tras realizar un ajuste por el tratamiento del armamento militar pero sin realizar ningún ajuste por el tratamiento de la capitalización de software)	Comparable
Costes laborales unitarios	Misma variable ajustada (EEUU)	Comparable (tras realizar ajustes por variaciones en volumen del PIB; extensión al total de la economía de las actividades no agrarias y utilización del número de personas empleadas en lugar de número de horas trabajadas para la definición del empleo)	Información no disponible
Índice de costes laborales	Ninguna variable	No existe variable comparable (definición distinta: el indicador de la zona del euro se refiere a las variaciones en el coste del trabajo por hora utilizando ponderaciones recientes de rama de actividad y país, mientras que el indicador de Estados Unidos representa las variaciones en los costes para el empresario de una cesta fija de trabajo eliminando los cambios de composición)	Información no disponible
Paro	Misma variable	Prácticamente comparable (las estadísticas del paro provienen de una encuesta a los hogares que sigue las directrices de la OIT, pero difieren en el período muestral, en la población encuestada y en la definición de temporalidad, despidos y límite de edad)	Prácticamente comparable (las estadísticas de paro provienen de una encuesta a los hogares que sigue las directrices de la OIT pero se diferencian en el período muestral, en la población encuestada y en la definición del límite de edad)
Empleo	Empleo de la Encuesta de fuerza laboral (EEUU) Misma variable (Japón)	Más comparable (la definición de empleo se basa en las personas empleadas, pero sin ajustar por la economía sumergida)	Prácticamente comparable (pero sin ajustar por la economía sumergida)
Crédito bancario	Misma variable ajustada (EEUU)	Comparable (tras realizar un ajuste sobre la cobertura de sector bancario)	No comparable (no es posible realizar ajuste)
Valores distintos de acciones y participaciones	Ninguna variable	No comparable (diferente cobertura en cuanto a valoración, sectorización e instrumentos)	Información no disponible
Tipos de interés aplicados por las IFM a los hogares para la compra de vivienda	Ninguna variable	No comparable (diferente definición, cobertura del sector bancario y métodos de cálculo)	No comparable (diferente definición)
Endeudamiento de los hogares	Misma variable ajustada (EEUU) Misma variable (Japón)	Más comparable (tras realizar un ajuste en la renta disponible bruta de los hogares, pero ningún ajuste por la exclusión en los hogares de las empresas individuales y sociedades personalistas sin personalidad jurídica)	Comparable

Cuadro 2 Comparación de algunos de los principales indicadores económicos (Continuación)

Indicadores principales de la zona del euro	Comparación con	Valoración	
		Estados Unidos	Japón
Endeudamiento de las sociedades no financieras	Misma variable (EEUU) Misma variable ajustada (Japón)	Prácticamente comparable (ningún ajuste por la inclusión de las empresas individuales y socios mayoritarios sin personalidad jurídica, ni por las diferentes valoraciones de los valores distintos de acciones y participaciones (valor nominal ajustado por los intereses devengados, en lugar de a precios de mercado como en la zona del euro)	Comparable (una vez deducidos los préstamos entre sociedades)
Déficit/superávit de las Administraciones Públicas	Misma variable ajustada	Más comparable tras introducir ajustes por las diferencias en el calendario anual y en la cobertura del sector de Administraciones Públicas, pero las diferencias en el momento de registro no están ajustadas (criterio de caja para algunas operaciones en lugar de criterio del devengo como en la zona del euro)	Más comparable tras introducir ajustes en el calendario anual pero la diferencia en el momento de registro no está ajustada (criterio de caja para algunas operaciones en lugar de criterio del devengo como en la zona del euro)
Deuda pública	Misma variable ajustada	Más comparable (tras introducir ajustes en el calendario anual y en la cobertura del sector Administraciones Públicas, pero sin ajustar la valoración (valor nominal más los intereses devengados en lugar de valor nominal en la zona del euro) ni las diferencias en la cobertura por instrumentos	Más comparable (tras introducir ajustes por el calendario anual pero sin ajustar la valoración (valor de mercado en lugar de valor nominal en la zona del euro) ni las diferencias en la cobertura de instrumentos
Balanza de pagos	Misma variable	Prácticamente comparable, aunque con una presentación más tradicional; elevada cobertura de los beneficios reinvertidos, especialmente los relativos a las relaciones indirectas de los socios no residentes; inversiones de cartera (activos y pasivos) clasificadas por agentes (pueden diferir del emisor del valor o del inversor final); algunos instrumentos del mercado monetario se contabilizan como otras inversiones	Comparable en general; inversiones en cartera (pasivos) clasificadas por agentes

Nota: La valoración se refiere a las diferencias entre los indicadores de EEUU y Japón frente a los de la zona del euro. «Prácticamente comparable» se refiere a la existencia de algunas diferencias menores que no pueden ajustarse, mientras que «más comparable» indica una mayor comparabilidad después de introducir determinados ajustes.

ferencia de la zona para medir la evolución de los precios de consumo. En Estados Unidos, el indicador más comparable con el IAPC es el índice nacional de precios de consumo (IPC), uno de los índices de precios que utiliza en sus análisis la Reserva Federal. Además, el IPC de Estados Unidos se utiliza a efectos de indicación como variable sustitutiva de las variaciones del coste de la vida. No obstante, la Reserva Federal utiliza medidas alternativas de la inflación medida por los precios de consumo, entre las que destaca el deflactor «subyacente» del gasto de consumo personal, que excluye los alimentos y la energía. En lo que respecta a Japón, el indicador más comparable con el IAPC de la zona del euro es el IPC nacional, mientras que el Banco de Japón centra sus análisis y proyecciones en el IPC general, excluidos los alimentos frescos. La diferencia en la cobertura de productos entre el IAPC de la zona del euro y los IPC de Estados Unidos

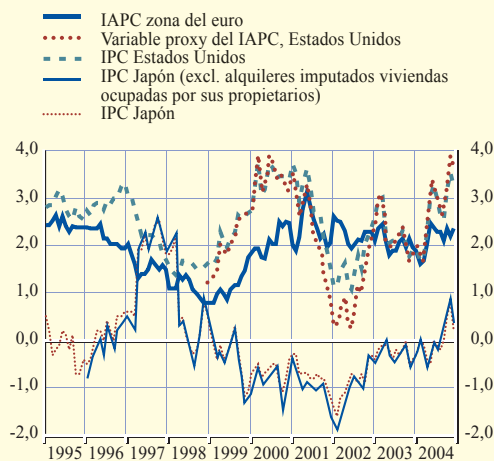
y Japón es el factor que más limita la comparación de estos indicadores.

Mientras que el IAPC de la zona del euro y el IPC japonés tienen por objeto medir las variaciones producidas en la misma cesta de consumo entre el período en curso y el período base (índice de coste de los bienes), el IPC de Estados Unidos es una variable sustitutiva de un índice de coste de la vida que mide el coste mínimo de mantener una utilidad constante en el tiempo. Aunque ambos enfoques difieren en teoría, en su aplicación comparten muchas características comunes.

La principal diferencia estadística que afecta a la comparación de los indicadores se refiere al tratamiento de las viviendas ocupadas por sus propietarios. Mientras que el IAPC no lo incluye todavía, este componente sí se tiene en

Gráfico I Principales indicadores de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BLS e Instituto de Estadística de Japón.

cuenta en los IPC de Estados Unidos y Japón, suponiendo que estos precios evolucionan al mismo ritmo que los alquileres (alquileres imputados a las viviendas ocupadas por sus propietarios)⁵. El efecto de esta inclusión en la tasa general de inflación del IPC de Estados Unidos se estima en, aproximadamente, 0,2 puntos porcentuales para la tasa media de crecimiento interanual del periodo comprendido entre 1999 y el 2004. Además, existen otras diferencias que resultan más difíciles de cuantificar. La diferencia en la forma de actualizar las ponderaciones del gasto apenas influye a nivel agregado. El impacto de las diferencias en las prácticas de muestreo y la cobertura de la población⁶ es difícil de valorar. Por otra parte, los métodos empleados para el ajuste por variaciones en la calidad de los bienes y servicios incluidos en el índice difieren en cierta medida. Concretamente en el IPC de Estados Unidos se utilizan con profusión los llamados métodos hedónicos⁷ de ajuste de calidad, que muy raras veces se emplean en el IAPC de la zona del euro. Estas diferencias no son fáciles de ajustar.

Dado que los datos de inflación general de la zona del euro, Estados Unidos y Japón no son directamente comparables, deben utilizarse indicadores alternativos para realizar comparaciones internacionales. En el caso de Estados Unidos, se puede emplear una variable sustitutiva aproximada del IAPC de la zona del euro, que la Oficina de Estadísticas de Empleo (BLS) ha elaborado recalculando los datos disponibles del IPC nacional, excluidos los alquileres imputados a las viviendas ocupadas por sus propietarios y agregándolos de acuerdo con la metodología del IAPC. En cuanto a Japón, puede utilizarse como aproximación el IPC excluidos dichos alquileres (véase gráfico 1).

En el caso de Japón, la diferencia entre los datos de la inflación general y el indicador utilizado como alternativa se mantuvieron bastante constantes en el período considerado. Sin embargo, en Estados Unidos se observaron fluctuaciones, registrándose un máximo en los años 2001 y 2002, atribuible a un significativo incremento del componente de viviendas ocupadas por sus propietarios durante ese período.

La falta de datos comparables entre el IAPC de la zona del euro y el deflactor del gasto de consumo personal de Estados Unidos tiene su origen en una diferencia conceptual. Este último es un deflactor de la contabilidad nacional, que refleja el incremento medio de los precios del consumo personal total de los residentes. El IAPC mide la variación media de los precios de una cesta representativa de bienes y servicios. Las variaciones del deflactor del gasto de consumo personal tienden a ser menores que las de los índices de precios de con-

5 Eurostat está considerando actualmente la posibilidad de incluir en el IAPC las viviendas ocupadas por sus propietarios. Se ha decidido utilizar el enfoque de adquisiciones netas (y no el de alquileres imputados) a fin de diferenciar las variaciones de los precios efectivos de las viviendas adquiridas por las familias de las de otros sectores de la economía.

6 El IAPC abarca todo el gasto de los hogares dentro del territorio de la zona del euro (incluido el gasto de los visitantes), mientras que los IPC de Estados Unidos y Japón incluyen solamente los hogares residentes. Además, el IPC de Estados Unidos sólo incluye a la población urbana, que representa el 87% de la población total.

7 Los métodos hedónicos son técnicas de deflación basadas en una regresión de los precios de una cesta de bienes teniendo en cuenta las calidades o las características de dichos bienes.

sumo, debido a la metodología utilizada en su elaboración⁸. Además, los datos mensuales de dicho deflactor se revisan periódicamente y los datos definitivos tardan bastante en publicarse, coincidiendo con la difusión de los datos anuales. Desde el pasado año, se ha publicado un deflactor del gasto de consumo personal basado en el mercado, con una cobertura similar al IPC, aunque utiliza la fórmula de agregación del deflactor original.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO

El PIB y sus componentes se utilizan con gran frecuencia para el seguimiento de los resultados económicos. Debido a la aplicación de normas internacionales, como las del SNA 93, sólo parecen existir diferencias limitadas en los conceptos y definiciones del PIB (nominal) y algunas cuestiones de elaboración referentes al crecimiento del PIB en términos reales (es decir, al crecimiento del PIB real).

Al comparar los datos del PIB, se puede observar que la zona del euro y Japón utilizan conceptos y definiciones muy similares, mientras que el marco empleado en Estados Unidos difiere en varios aspectos. La zona del euro elabora los datos según el Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95), versión del SNA 93 de la UE totalmente compatible, mientras que Japón se ajusta al SNA 93. Los datos de Estados Unidos se basan en la metodología de las Cuentas de Renta Nacional y Productos (NIPA).

Las principales diferencias entre el SNA 93 y las NIPA —en lo que respecta al PIB— se refieren al tratamiento estadístico del gasto en software, la economía sumergida (no observada), los gastos militares y los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

Por lo que se refiere al tratamiento del gasto en programas informáticos, cabe señalar que la ratio de software capitalizado (es decir, contabilizado como formación bruta de capital) respecto al gasto total por este concepto (coeficiente de inversión) es mayor en Estados Unidos que en la zona del euro. Japón no registra ninguna inversión en software por cuenta propia. Las simulaciones realizadas por la

Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)⁹ indican que la inclusión de un coeficiente de inversión más alto en la zona del euro podría haber dado lugar a un incremento, en términos reales, de la tasa de crecimiento interanual del PIB de la zona de hasta 0,3 puntos porcentuales en la segunda mitad de la década de los noventa. El impacto sobre las tasas de crecimiento podría ser menor a partir de los años 1999/2000, ya que el gasto en software se estabilizó en torno a esos años.

Además, se observan diferencias en la forma en que se realizan los ajustes para tener en cuenta la economía sumergida. Concretamente, en las cuentas nacionales de Estados Unidos no se efectúa ajuste alguno; motivo por el cual dichas cuentas pueden resultar menos completas. Sin embargo, la OCDE estima que el efecto del ajuste de la economía sumergida en las tasas de crecimiento del PIB es, probablemente, muy insignificante¹⁰.

También existen diferencias en la contabilización de los gastos militares, en el sentido de que, en la contabilidad nacional de Estados Unidos, se registra como inversión un mayor volumen de gasto por este concepto. Mientras que en el SNA 93 y en el SEC 95 se especifica que los gastos militares sólo pueden contabilizarse como formación bruta de capital si las inversiones pueden utilizarse también para fines civiles, Estados Unidos incluye todos los gastos de defensa como inversión. La OCDE estima que la razón principal por la que esta práctica tuvo un impacto muy insignificante (-0,03 puntos porcentuales) en el crecimiento interanual del PIB estadounidense en los años noventa, es que el gasto militar se redujo en ese período⁹.

8 El deflactor PCE se construye como un índice de Fisher, es decir, la media geométrica de un índice de Laspeyres y de un índice de Paasche que se refieren a los patrones de consumo de dos períodos consecutivos. En cambio, el IAPC es un índice de tipo Laspeyres, es decir, una medida de las variaciones medias de los precios de una cesta representativa de bienes de consumo y servicios que se mantienen constantes durante un año natural y se actualizan al comienzo de cada año.

9 Véase "Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement", OECD Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

10 Véase "Measuring the non-observed economy", OCDE, Statistics Brief No 5, noviembre del 2002.

Por lo que respecta a los SIFMI, en las cuentas nacionales de Estados Unidos estos servicios se dividen entre consumo intermedio de las empresas y consumo final de los hogares, mientras que en la zona del euro y Japón todos los SIFMI se contabilizan como consumo intermedio. Si bien ello puede elevar el nivel del PIB en la contabilidad nacional estadounidense (alrededor del 1% del PIB), las simulaciones indican que el efecto sobre las tasas de crecimiento del PIB es poco importante (menos de 0,1 puntos porcentuales anuales con signo positivo o negativo dependiendo del momento). Estas diferencias con respecto a Estados Unidos desaparecerán en gran medida en Japón y la zona del euro, debido en este último caso, a las revisiones de los datos de las cuentas nacionales europeas que se producirán en el año 2005¹¹.

En cuanto a la variación del PIB en términos reales, hay que destacar otros tres aspectos clave relacionados con la comparación internacional, que pueden dar lugar a divergencias al alza o la baja. Además, afectan básicamente a la comparación de la distribución del crecimiento económico entre las diferentes categorías de gasto y las distintas actividades, y tienen un efecto menor en la comparación del crecimiento total del PIB real.

La primera diferencia se refiere al ajuste para tener en cuenta las variaciones de calidad por medio de los métodos hedónicos, en particular, con respecto a los productos del sector de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). Dichos métodos permiten captar mejor las rápidas mejoras tecnológicas y la evolución de los precios de estos productos que otros métodos más tradicionales de ajuste en función de la calidad. El efecto de este ajuste es especialmente intenso en los momentos en que se acelera la inversión en TIC. Los métodos hedónicos se utilizan de forma generalizada en las cuentas nacionales de Estados Unidos, pero no son tan comunes en la zona del euro ni en Japón.

Un segundo aspecto guarda relación con las diferencias en la medición de las variaciones reales de muchos servicios, en particular de los servicios ajenos al mercado. Para estas actividades el único precio de mercado, y por lo tanto el único deflac-

tor, es su coste. Por ejemplo, las variaciones reales de los servicios de salud y educación se miden convencionalmente por la suma de los costes deflactados (lo que se conoce como método basado en los factores). Por consiguiente, la cantidad y la calidad del producto correspondiente a estos servicios no se reflejan correctamente. Actualmente se están adoptando algunas medidas en la UE para mejorar estas estimaciones utilizando medidas de volumen directas¹². Si bien el objetivo que se persigue es lograr que las estimaciones europeas sean más exactas, este enfoque puede dificultar la comparación internacional con los datos de Estados Unidos, en donde se sigue aplicando el método basado en los factores.

El último obstáculo es la elección del tipo de índice para calcular el crecimiento del PIB en términos reales. Las fórmulas que se utilizan actualmente se basan en diferentes estructuras de precios relativos para agregar los componentes del PIB. Los países de la zona del euro emplean sobre todo una base de ponderaciones fijas que se actualiza a intervalos de cinco años, mientras que Estados Unidos —y recientemente, también Japón— aplican ponderaciones que varían todos los años en sus cuentas nacionales. La experiencia reciente ha demostrado que el uso de ponderaciones que varían frecuentemente suele traducirse en tasas de crecimiento más bajas del PIB en términos reales. Ello se debe a que los precios tienden a aumentar por debajo de la media o a descender en los grupos de productos de rápido crecimiento. Así pues, cuando el crecimiento del PIB en términos reales se calcula utilizando ponderaciones más recientes, los grupos de productos en los que el crecimiento de la producción es más vigoroso reciben una ponderación más baja y, como resultado, el crecimiento del PIB real es menor. Esto se aplica en particular a los productos TIC. Las simulaciones disponibles¹³ indican que la introducción de las ponderaciones en cadena en los años 2005 y

11 Según el Reglamento (CE) N.º 1889/2002 de la Comisión Europea, todos los Estados Miembros de la UE han de registrar los SIFMI de conformidad con el SNA 93 a partir del 1 de enero de 2005.

12 Decisión de la Comisión de 17 de diciembre de 2002 por la que se explica el Anexo A Decisión de la Comisión de 17 de diciembre de 2002 que aclara el anexo A del Reglamento (CE) n.º 2223/96 del Consejo, en lo que respecta a los principios para medir los precios y volúmenes en las cuentas nacionales (notificado en el documento C (2002) 5054 (texto de relevancia para el EEE) (2002/990/EC).

13 Véase «Comparing labour productivity growth in the OECD area: the role of measurement», OECD Statistics Directorate Working Paper 2003/5.

2006 podría reducir el crecimiento interanual del PIB real de la zona del euro en torno a 0,1 puntos porcentuales, aunque el impacto podría ser más pronunciado para cada uno de sus componentes.

En general, el análisis indica que, al comparar los datos del PIB de la zona del euro, Japón y Estados Unidos, pueden observarse algunos problemas de medición que, en conjunto, tienen un ligero efecto al alza sobre el crecimiento observado del PIB real estadounidense. En total, dicho efecto puede situarse en algunas décimas de punto porcentual al año. Además, está previsto adoptar las medidas oportunas para abordar algunos de esos problemas. Se está tratando de armonizar el registro del software y la inversión. A partir del año 2005, todos los países de la UE y Estados Unidos utilizarán índices encadenados para deflactar los datos y se podrá comparar mejor el tratamiento de los servicios financieros entre estos dos bloques económicos. Por consiguiente, las mejoras que se introducirán más adelante permitirán una comparación internacional más completa de los datos del PIB.

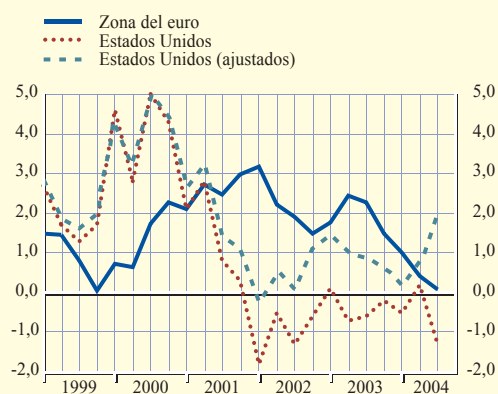
COSTES LABORALES UNITARIOS

Las variaciones de los costes laborales unitarios son un elemento importante para analizar la evolución de la inflación y los mercados de trabajo de la zona del euro y Estados Unidos. Sin embargo, en el caso de Japón, no existen estimaciones oficiales disponibles de dichos costes (CLU)¹⁴. El principal indicador trimestral para la zona del euro son los CLU correspondientes al total de la economía (en base a los datos de las cuentas nacionales SEC 95), mientras que en Estados Unidos, la atención se centra en los CLU del sector empresarial no agrícola, que publica el BLS. Tanto en las publicaciones del BCE como en las del BLS se emplean definiciones similares para las estadísticas agregadas de los CLU. Existen, no obstante, varias diferencias de metodología en los componentes de los CLU que afectan a la comparación de las estadísticas.

El BCE utiliza los CLU definidos como la ratio entre la remuneración por asalariado y el PIB a precios constantes por persona empleada¹⁵. Dicha remuneración se define prácticamente de la misma manera para Estados Unidos y la zona del euro, de

Gráfico 2 Costes laborales unitarios en Estados Unidos y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y BLS.

conformidad con el SNA 93 y el SEC 95. Una diferencia entre los indicadores de Estados Unidos y los de la zona es el tratamiento de las opciones sobre acciones («stock options») de los asalariados, que se incluyen en los datos de Estados Unidos y, en general, se excluyen en la zona del euro.

En el epígrafe anterior ya se ha analizado el grado de comparación entre las medidas del crecimiento del PIB en términos nominales y reales y es un factor que habrá de tenerse en cuenta al evaluar los CLU.

La medida preferida para el factor trabajo es el número de horas trabajadas. Es la medida que se utiliza en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro, las cifras se basan en el número de personas empleadas, ya que no se dispone todavía de datos puntuales y de mayor frecuencia sobre las horas trabajadas. Ello tiene un efecto sobre los niveles de los CLU, pero el efecto en las tasas de crecimiento de estos costes es muy pequeño, ya

14 Para Japón sólo se dispone de datos sobre costes laborales unitarios de las manufacturas.

15 $CLU = \text{Remuneración por asalariado} / \text{Productividad del trabajo} = (\text{Remuneración de asalariados} / \text{asalariados}) / (\text{PIB a precios constantes} / \text{empleo total})$

que la evolución de la jornada laboral media de los trabajadores autónomos y de los asalariados es bastante similar¹⁶.

Como consecuencia, los análisis internacionales comparativos de los indicadores de los CLU a corto plazo de la zona del euro y Estados Unidos se realizan actualmente utilizando datos ajustados de Estados Unidos. El ajuste presupone: i) corregir el crecimiento del PIB real por las diferencias de medición estimadas, como se explicó en el epígrafe anterior; ii) utilizar el número de personas empleadas y no el de horas trabajadas para medir el factor trabajo y iii) ampliar la cobertura de los datos de Estados Unidos al total de la economía (véase gráfico 2).

En el gráfico 2 se observa que, en los últimos años, estos ajustes han tendido a elevar la tasa de crecimiento de los CLU en Estados Unidos.

AGREGADOS DEL CRÉDITO BANCARIO

El BCE realiza un seguimiento del crédito que conceden las IFM a las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro en el contexto del análisis monetario como contrapartida de M3 y por la información que aportan estos datos respecto a la situación de la economía. En sus análisis monetarios ordinarios, el BCE hace especial hincapié en la evolución de los préstamos al sector privado (que representan alrededor del 90% del crédito a este sector)¹⁷. Sin embargo, la Reserva Federal y el Banco de Japón centran la atención en la relación entre el crédito y la actividad económica. Al comparar los créditos de las IFM de la zona del euro al sector privado y al sector público con estadísticas equivalentes de Estados Unidos y Japón, la principal divergencia estadística guarda relación con la definición del sector financiero.

Los datos sobre el crédito bancario, que se publican semanalmente en Estados Unidos, se refieren sólo a los bancos y representan alrededor del 70% del crédito concedido por todas las IFM (según la definición del BCE). Se excluyen los activos de la Reserva Federal (que también se publican semanalmente, aunque por separado), así como los de las instituciones de ahorro (cajas de ahorro, asociaciones de ahorro y préstamo y cooperativas de crédito).

Además, las cifras de crédito de Estados Unidos se basan en los resultados de una encuesta que se realiza entre los bancos más grandes del país y de una muestra limitada de pequeñas sucursales de bancos nacionales y extranjeros. En comparación, las cifras de la zona del euro se obtienen a partir de una encuesta censo que incluye todas las categorías de IFM. En Japón, el Banco de Japón publica cifras de crédito provenientes de dos fuentes distintas. Las cifras mensuales provisionales se obtienen a partir de una encuesta que abarca sólo una gama limitada de activos y pasivos y una muestra de bancos también limitada. Las cifras definitivas se obtienen a partir de una segunda encuesta. Los datos se publican en forma de saldos y tasas de crecimiento interanual en el contexto de un balance agregado de instituciones financieras que incluye préstamos, descuentos¹⁸ y valores.

Para obtener estadísticas de flujos sobre el crédito bancario, el BCE y, en el caso de las cifras provisionales, el Banco de Japón efectúan reclasificaciones, revalorizaciones y ajustes de los tipos de cambio, mientras que los datos correspondientes a Estados Unidos sólo se ajustan por las fusiones y las reclasificaciones de instrumentos financieros.

Para comparar los agregados del crédito bancario correctamente, es necesario ajustar las series de datos de Estados Unidos (véase gráfico 3), incluyendo los valores públicos nacionales en poder de la Reserva Federal y el crédito concedido por las instituciones de ahorro. Debido a limitaciones en la información no es posible calcular agregados de crédito comparables para Japón.

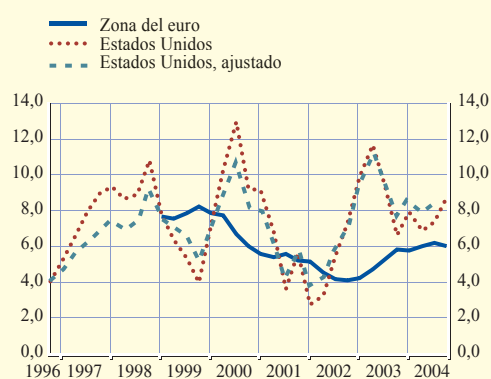
16 La diferente evolución a lo largo del tiempo del número de asalariados y del número de horas trabajadas no afecta significativamente a las tasas de crecimiento de los CLU, ya que, en gran medida, los efectos se compensan entre sí en la fórmula.

17 Véase el artículo titulado «Marco conceptual e instrumentos del análisis monetario» en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2001.

18 El Banco de Japón define el «descuento» como «un tipo de préstamo para el que los bancos proporcionan dinero a los prestatarios con efectos (o letras) como garantía. Como el importe del préstamo se determina descontando el valor nominal de los efectos por los tipos de interés de préstamo, esos préstamos de efectivo se denominan descuentos».

**Gráfico 3 Crédito total en la zona del euro
y en Estados Unidos**

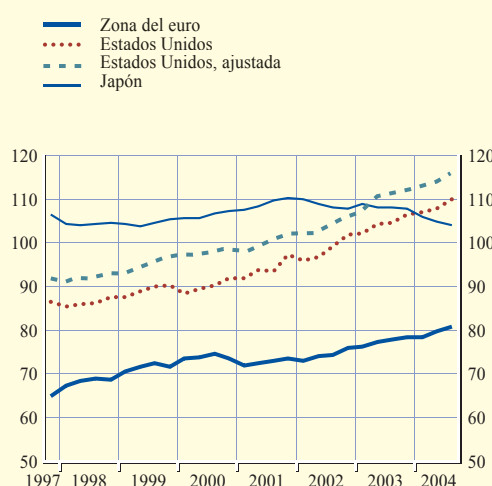
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Reserva Federal y cálculos del BCE.

**Gráfico 4 Deuda de los hogares (incluidas
instituciones sin fines de lucro al servicio de los
hogares) en porcentaje de su renta bruta**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Oficina de Análisis Económicos de Estados Unidos, Banco de Japón, Instituto Japonés de Investigación Económica y Social y cálculos del BCE.

El crecimiento de las cifras ajustadas del crédito bancario en Estados Unidos es algo más suave que el de la serie original, pero el ajuste no afecta a la evolución general del crédito en el país.

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO

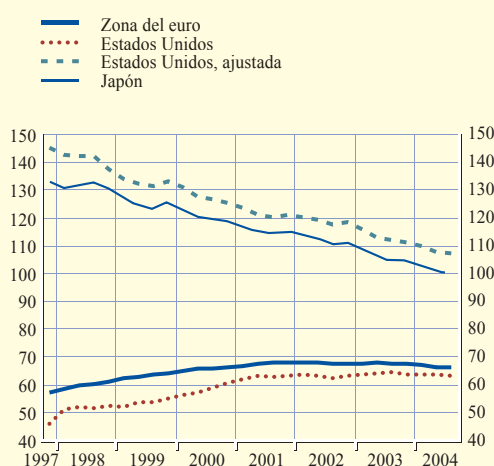
El BCE, la Reserva Federal y el Banco de Japón realizan un atento seguimiento de los indicadores de la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras en el marco de sus análisis monetarios, económicos y de la estabilidad financiera. En el caso de la zona del euro, los principales indicadores son la ratio entre la deuda de los hogares y la renta bruta disponible y la deuda de las sociedades no financieras en porcentaje del PIB. El principal factor que dificulta la comparación es la delimitación sectorial de los hogares y las sociedades no financieras.

De conformidad con el SNA 93 y el SEC 95, el sector hogares en la zona del euro y Japón incluye las empresas individuales y la mayoría de las

sociedades personalistas sin personalidad jurídica. Por el contrario, en Estados Unidos se excluyen del sector hogares todas las actividades productivas independientemente de su personalidad jurídica, que se incluyen en el sector empresas no constituidas en sociedades. Este criterio se aplica a las personas físicas en su calidad de perceptores de rentas de alquileres. Es imposible corregir las diferencias resultantes en el endeudamiento de los hogares y de las sociedades financieras de Estados Unidos, y armonizarlo con las normas internacionales, dado que no se dispone de datos para las empresas individuales ni para la mayoría de las sociedades personalistas sin personalidad jurídica. La exclusión de estas unidades del sector hogares de Estados Unidos no afecta a la renta de los hogares porque los ingresos generados por dichas unidades se imputan a este sector. Otra peculiaridad que afecta a la comparación de los datos sobre la renta es el hecho de que, en los datos oficiales de Estados Unidos, a diferencia de las normas internacionales,

Gráfico 5 Deuda de las sociedades no financieras en porcentaje de su renta bruta

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Oficina de Análisis Económicos de Estados Unidos, Banco de Japón, Instituto Japonés de Investigación Económica y Social y cálculos del BCE.

les, la renta bruta disponible de los hogares incluye los intereses devengados y las transferencias corrientes a pagar. Esta diferencia de metodología reduce la ratio entre la deuda oficial de los hogares estadounidenses y la renta bruta disponible en un 5%, aproximadamente (véase gráfico 4).

Para comparar mejor el endeudamiento de las sociedades no financieras, habría que ajustar los indicadores de deuda por las diferencias en la valoración de los valores distintos de acciones (a precios de mercado para la zona del euro y Japón, y en valor nominal ajustado de los intereses devengados en el caso de Estados Unidos). Además, los préstamos entre empresas relacionadas no suelen incluirse en las cifras trimestrales de deuda de la zona del euro y de Estados Unidos, y los datos trimestrales de la zona del euro tampoco incluyen los préstamos concedidos por no residentes en la zona.

En el gráfico 5 se presentan datos ajustados y parcialmente comparables para las tres zonas económicas. Dado que no es posible estimar los préstamos internos entre empresas relacionadas de la zona del euro y Estados Unidos, las cifras de la deuda de Japón, excluidos dichos préstamos, se estiman deduciendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras. Para las cifras de la deuda de la zona del euro, los préstamos concedidos por no residentes se estiman a partir de las estadísticas de la balanza de pagos. No se realizan ajustes por las diferencias de valoración de los valores distintos de acciones de Estados Unidos.

Aunque al ajustar las series, la ratio entre los valores de renta fija privados y el PIB se reduce notablemente en Japón (en torno a un 7%), persisten las diferencias entre las tres zonas económicas, tanto en lo que respecta a los niveles de deuda como a su evolución.

SUPERÁVIT/DÉFICIT PÚBLICO

Los datos sobre el superávit o el déficit público desempeñan un papel muy importante en el análisis de la política fiscal. Los datos correspondientes a la zona del euro se elaboran de acuerdo con la metodología del SNA 93 y del SCN 95. Las diferencias conceptuales, de ámbito, de métodos de contabilización y de forma de elaboración afectan a la comparación de los indicadores de finanzas públicas.

Como se indicó anteriormente, los datos sobre Estados Unidos que, analiza la Reserva Federal se basan en la metodología NIPA (Cuentas de Renta Nacional y Productos), que muestra ligeras divergencias con respecto a las normas del SNA 93. En el caso de Japón, los indicadores se elaboran de acuerdo con el SNA 93 (con algunas diferencias para determinadas transacciones). Por consiguiente, algunas transacciones pueden registrarse en las estadísticas de Estados Unidos y Japón según el criterio de caja, y según el criterio del devengo, que es la práctica habitual en la zona del euro.

Los datos de superávit o déficit público correspondientes a la zona del euro y Japón abarcan todos los subsectores de las Administraciones Públicas, mientras que, en Estados Unidos, el indicador más utilizado por la Reserva Federal se refiere al go-

bierno federal (administración central, según el concepto del SNA 93). Además, mientras que los datos de la zona del euro corresponden al año natural, en Estados Unidos y Japón, los datos sobre el superávit o déficit público se presentan en base al año fiscal, lo que complica, en cierta medida, el cálculo de las ratios con respecto al PIB.

En el gráfico 6 se presentan estadísticas más comparables que se han ajustado para tener en cuenta las diferencias entre el año fiscal y el año natural en Estados Unidos y Japón, así como la distinta delimitación sectorial de las series estadounidenses.

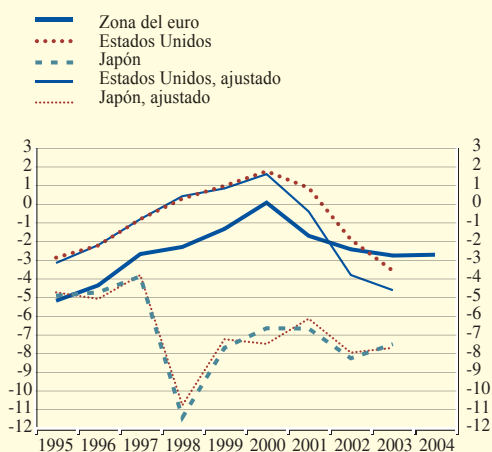
A partir del año 2001, las series ajustadas correspondientes a Estados Unidos muestran un déficit público más elevado que los datos del indicador de referencia. En el caso de Japón, las cifras ajustadas se mantienen bastante próximas a las de dicho indicador.

4 CONCLUSIÓN

El BCE realiza, normalmente, un seguimiento de algunos indicadores de la zona del euro comparándolos con los de otras dos grandes economías: Estados Unidos y Japón. Pese a que la armonización internacional ha avanzado notablemente en materia de estadísticas, debido a la aplicación de las normas internacionales, la mayoría de los principales indicadores de la zona del euro no pueden compararse directamente con sus homólogos de Estados Unidos y Japón. La mayor dificultad radica en las diferencias conceptuales, en el diferente ámbito de los datos, en las distintas prácticas contables y en los distintos métodos de compilación. Para los fi-

Gráfico 6 Superávit/déficit público

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Reserva Federal, Instituto Japonés de Investigación Económica y Social y cálculos del BCE.

nes del BCE, estas diferencias pueden eliminarse, parcialmente, ajustando las cifras de los indicadores de referencia de conformidad con las normas europeas. Otra posibilidad consiste en utilizar indicadores alternativos basados en definiciones y métodos de elaboración similares a los que se emplean en la zona del euro. Dado que, en el análisis económico, también es necesario tener en cuenta los distintos marcos institucionales, para evaluar los resultados económicos relativos de las distintas regiones del mundo se requiere un conocimiento profundo de las estadísticas macroeconómicas.

LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV PARA LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

Para los bancos centrales y los reguladores de valores es fundamental que las infraestructuras de compensación y liquidación de valores funcionen correctamente. La intervención del sector público en la compensación y liquidación de valores se centra en la definición de las medidas de gestión de riesgos que pueden contribuir a la reducción de los posibles riesgos sistémicos. Los organismos internacionales que establecen estándares en el ámbito de la liquidación de valores son el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés), del que forman parte los bancos centrales de los países del G10, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés). En el 2001, el CPSS y la IOSCO publicaron las «Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores». El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) decidieron trabajar conjuntamente para adaptar las Recomendaciones CPSS-IOSCO al contexto de la Unión Europea (UE). El resultado de este trabajo fue un informe titulado Standards for securities clearing and settlement in the European Union¹, publicado en octubre del 2004. Está previsto que las autoridades competentes (los bancos centrales, los reguladores de valores y, en su caso, los supervisores bancarios) utilicen los estándares SEBC-CREV como herramienta común. Los estándares, desarrollados según un enfoque funcional basado en el riesgo, abordan de forma detallada diferentes aspectos técnicos y legales de las actividades de liquidación de valores, con el fin último de reducir los riesgos (legal, de crédito, de liquidez, de custodia y operativo) derivados de estas actividades. En las secciones primera y segunda de este artículo se ofrece una panorámica de la liquidación de valores en la UE y se sostiene la necesidad de establecer estándares. En las secciones tercera y cuarta se describen las características generales de los requisitos SEBC-CREV, agrupando los estándares según el riesgo que han de reducir. En la sección quinta se examinan las cuestiones pendientes y el trabajo a desarrollar.

I LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

En el 2003, las centrales depositarias de valores (CDV) de la UE liquidaron valores denominados en euros por un importe que superó los 300 billones de euros, lo que equivale a 30 veces el PIB de la UE. Las deficiencias en el proceso de compensación y liquidación pueden ser una fuente de perturbaciones sistémicas tanto para los mercados de valores como para los sistemas de pago. La mera magnitud de las cantidades liquidadas pone de manifiesto la importancia que tiene el buen funcionamiento de la infraestructura de compensación y liquidación de valores para la estabilidad del sistema financiero.

¿EN QUÉ CONSISTE LA LIQUIDACIÓN DE VALORES?

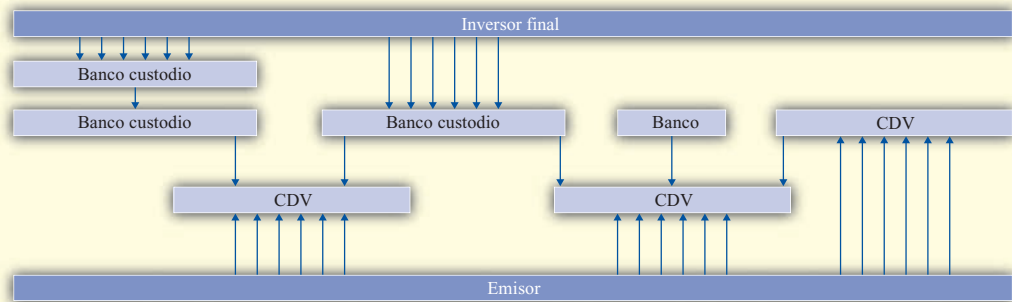
La negociación de las operaciones en los mercados financieros viene seguida de un proceso de liquidación. En la negociación de valores, las contrapartes acuerdan intercambiar valores por efectivo en una fecha especificada y a un precio pactado. En la liquidación, las obligaciones asumidas por las contrapartes concluyen mediante la transferencia de los valores del vendedor al comprador y del efectivo del comprador al ven-

dedor. En algunos mercados, se efectúa la compensación de saldos de las operaciones antes de su liquidación. Las infraestructuras de compensación y liquidación tienen por objeto asegurar que este proceso se lleve a cabo de forma segura y eficiente.

En la infraestructura de liquidación de valores se unen los emisores (que obtienen financiación mediante la colocación de valores de renta fija y de renta variable) y los inversores (que adquieren estos instrumentos financieros y pueden intercambiarlos en los mercados secundarios). Para alcanzar el mayor volumen de liquidez y simplificar los procedimientos de liquidación, cada emisión de un determinado instrumento financiero se coloca, normalmente, en una CDV. Los inversores mantienen sus valores en bancos custodios, que tienen, a su vez, cuentas abiertas en una CDV. El diagrama que figura a continuación ilustra varias combinaciones posibles de entidades entre el emisor y el inversor final que registran los valores en sus libros.

¹ Disponible en la dirección del BCE en Internet <http://www.ecb.int>.

Infraestructura de liquidación de valores



Nota: Las flechas descendentes significan «mantiene una cuenta en», mientras que las flechas ascendentes significan «coloca una emisión en».

El diagrama pone de relieve el papel crucial que desempeñan las CDV. Actúan como notarios, garantizando que los derechos de los inversores en su conjunto se correspondan con las obligaciones del emisor en cada emisión. La entrega final de los valores se produce en los libros de la CDV, a menos que comprador y vendedor utilicen el mismo custodio y que éste liquide la operación en sus libros (proceso conocido como «internalización de la liquidación»). Cuando los valores se negocian a cambio de fondos, la CDV asegura también la adecuada transferencia de estos fondos en el sistema de pago correspondiente.

Con frecuencia, se hace una distinción entre las CDV nacionales, que operan, principalmente, en un mercado único y con una moneda única, y las CDV internacionales, que operan en distintos mercados y con múltiples monedas. Asimismo, se establece una distinción similar entre custodios locales e internacionales. Los custodios locales proporcionan el acceso a su mercado local, mientras que los custodios internacionales ofrecen un único punto de acceso a múltiples mercados. Los custodios internacionales actúan a menudo como custodios locales para el mercado del país en el que están constituidos legalmente.

¿QUIÉN PROPORCIONA SERVICIOS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UE?

En la UE, tres clases de entidades proporcionan servicios de liquidación de valores: las CDV nacionales, las CDV internacionales y los custodios.

En la mayor parte de los casos, las emisiones de valores sólo se realizan en CDV o CDV internacionales. Los valores de renta fija y de renta variable nacionales se emiten en las CDV y los valores de renta fija internacionales en las CDV internacionales. La centralización de la emisión de un tipo concreto de valores coloca a las CDV y las CDV internacionales en una posición ventajosa, al poder concentrar la actividad de custodia y liquidación relativa a esta clase de valores.

Sin embargo, la liquidación no siempre tiene lugar en el sistema en el que se han emitido los valores. Ya en los años setenta, la demanda para liquidar valores de la UE a partir de una misma cuenta (en vez de operar con sistemas múltiples) llevó a las CDV internacionales a establecer enlaces con las CDV en las que se habían emitido los valores. Estos enlaces permitieron a las CDV internacionales «importar» un determinado valor desde una CDV y liquidarlo en la CDV internacional, sin necesidad de registrar una transferencia de propiedad en la CDV. En la actualidad, las CDV internacionales liquidan un mayor número de valores de renta fija nacionales emitidos en CDV que de valores de renta fija internacionales emitidos en las propias CDV internacionales. Se dice que algunos custodios de gran tamaño procesan también importes mayores que las CDV de menor tamaño.

Los distintos proveedores de servicios compiten pues por las actividades de custodia y liquidación y algunos de ellos se especializan en ciertos nichos de mer-

cado. Las CDV prestan servicios, principalmente, a agentes locales, mientras que las CDV internacionales y los bancos custodios tienen una clientela más internacional. La liquidación de valores de renta fija internacional se realiza, básicamente, en CDV internacionales y en CDV², la de valores de renta fija internacionales se lleva a cabo en CDV internacionales, y la de valores de renta variable se efectúa, en gran medida, en los libros de CDV y de bancos custodios.

En los últimos años, ha tenido lugar un proceso de consolidación entre algunos de estos proveedores de servicios. Por ejemplo, se han producido fusiones entre CDV y CDV internacionales, con la consiguiente creación de grupos transfronterizos. Numerosas CDV han establecido también enlaces entre sí, aunque los han utilizado de una forma bastante limitada hasta la fecha. Una CDV internacional está gestionada por custodios, de los que es propiedad. Por lo tanto, las CDV, las CDV internacionales y los custodios no son competidores totalmente independientes, sino entidades que son, en muchos casos, clientes o propietarias las unas de las otras.

El nivel de riesgo asumido por los distintos proveedores varía según si actúan o no como intermediarios en el proceso de liquidación. Las CDV internacionales y los bancos custodios desempeñan funciones bancarias, al proporcionar crédito en efectivo y préstamo de valores a los participantes para facilitar el proceso de liquidación. En consecuencia, están expuestos al riesgo de que uno de sus participantes no devuelva el crédito concedido. Con una sola excepción, las CDV no proporcionan facilidades de crédito, por lo que no están expuestas al riesgo de crédito.

Un rasgo más específico de la liquidación de valores en la UE es, sin duda, la presencia de CDV internacionales. Si bien existe una clara distinción entre las actividades y los riesgos de las CDV, por un lado, y los bancos custodios, por otro, las CDV internacionales son algo híbridas, ya que reúnen algunas de las características de las CDV (la emisión de valores) y de los bancos custodios (la prestación de servicios bancarios). Las CDV internacionales contabilizan el 40% del importe total liquidado por las CDV y CDV internacionales en la zona del euro. Aunque las CDV internacionales

liquidan valores denominados en múltiples monedas, las operaciones en euros representan el 80% de las operaciones liquidadas por estas entidades.

2 NECESIDAD DE ESTABLECER ESTÁNDARES

RIESGO SISTÉMICO EN LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

La compensación y liquidación de valores se caracteriza por la existencia del riesgo sistémico, es decir, del riesgo de que un problema financiero u operativo que sufra cualquiera de las instituciones que realizan funciones fundamentales en el proceso de liquidación o uno de sus usuarios más importantes pueda ser motivo de incumplimiento por parte de otros participantes. El riesgo sistémico es una forma de externalidad negativa, que corresponde a una situación en la que los agentes económicos no internalizan totalmente ellos mismos todos los costes asociados a sus acciones y esperan que las autoridades intervengan. Las externalidades surgen, normalmente, porque los participantes u operadores de los sistemas de compensación y liquidación de valores no tienen suficientemente en cuenta las posibles pérdidas en las que incurrirían otros, como consecuencia de su propio incumplimiento.

La intervención del sector público en la compensación y liquidación de valores puede contribuir a reducir el riesgo sistémico. Al establecer estándares, el sector público puede definir las medidas de gestión de riesgos que han de adoptarse para reducir la probabilidad de una reacción en cadena de incumplimientos en la liquidación.

RESPONSABILIDADES DE LOS BANCOS CENTRALES Y LOS REGULADORES DE VALORES Y SU INTERÉS EN UN FUNCIONAMIENTO FLUIDO Y EFICIENTE DE LA LIQUIDACIÓN DE VALORES

Los bancos centrales tienen interés en que la liquidación de valores funcione de manera fluida y eficiente, en razón de su responsabilidad en materia

² Por ejemplo, la deuda pública de Alemania, Países Bajos, Austria, Finlandia, Portugal e Irlanda se liquida, fundamentalmente, en una determinada CDV internacional, en lugar de en la CDV en la que se ha emitido. La deuda pública de la República Checa, Grecia, España, Francia, Italia, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia se liquida, predominantemente, en la CDV en la que ha sido emitida.

de política monetaria, sistemas de pago y estabilidad financiera. Todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de realizarse con garantías, con independencia de si el crédito se concede en el contexto de las operaciones de política monetaria (crédito a un día) o si sirve para facilitar la liquidación en los sistemas de pago (crédito intradía). Más del 95% de las garantías recibidas por el Eurosistema son entregadas en forma de valores. Por este motivo, si las CDV y las CDV internacionales no funcionan, el Eurosistema no puede ejecutar correctamente sus operaciones de política monetaria y TARGET no puede funcionar adecuadamente. Al igual que los sistemas de pago dependen de las CDV, también es cierto lo contrario: para que las CDV puedan liquidar los valores, los pagos correspondientes han de efectuarse a través de un sistema de pago. Por último, el buen funcionamiento de la infraestructura de compensación y liquidación de valores es fundamental para la estabilidad financiera, debido a las ingentes cantidades procesadas y a que los mercados financieros dependen de estos sistemas.

Muchos reguladores de valores de la UE tienen responsabilidades legales explícitas en materia de regulación y supervisión de las CDV. De hecho, los tres objetivos principales de los reguladores de valores son proteger a los inversores, garantizar que los mercados funcionen de manera equitativa, eficiente y transparente, y reducir el riesgo sistémico. Si la CDV es un banco, habrá de intervenir también el supervisor bancario.

ESTÁNDARES CPSS-IOSCO

Dentro del sector público, los organismos internacionales que establecen estándares en el ámbito de la liquidación de valores son el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), del que forman parte los bancos centrales de los países del G10, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). El CPSS-IOSCO publicó, en noviembre del 2001, unas «Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores» y, en noviembre del 2002, una «Metodología de evaluación». Las Recomendaciones proporcionan una definición general de los sistemas de liquidación de valores (SLV) y animan a los bancos centrales, los reguladores de valores y, en su caso, los superviso-

res bancarios nacionales a trabajar conjuntamente para determinar el ámbito de aplicación apropiado de las Recomendaciones y desarrollar un plan de acción para su puesta en práctica. Las Recomendaciones son uno de los doce conjuntos de estándares considerados por el Foro para la Estabilidad Financiera (FEF) como fundamentales para la fiabilidad de los sistemas financieros, por lo que su aplicación debe ser prioritaria. Estos doce conjuntos básicos de estándares son ampliamente aceptados como requisitos mínimos de buenas prácticas.

Por su parte, los reguladores y los responsables de la vigilancia se encontraron al principio con la falta de armonización de las estructuras de mercado y de los marcos jurídicos en el ámbito de la UE. En consecuencia, el SEBC y el CREV decidieron trabajar conjuntamente para adaptar las Recomendaciones CPSS-IOSCO al contexto de la Unión Europea. El informe titulado *Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE y el CREV en octubre del 2004, es el resultado de este trabajo, que está todavía en curso y que es el primer proyecto conjunto que acometen los bancos centrales y los reguladores de valores en el marco de la UE.

3 CARACTERÍSTICAS GENERALES DE LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV

NATURALEZA DE LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV

En la actualidad, ni la estructura del mercado ni el marco jurídico de las actividades posteriores a la negociación de valores están plenamente armonizados en la UE. La armonización necesaria sólo se conseguirá, probablemente, mediante una directiva de la UE. Al no existir tal medida legislativa al inicio de sus trabajos, el SEBC y el CREV decidieron desarrollar un conjunto de estándares técnicos basados en las Recomendaciones CPSS-IOSCO para los SLV, ya que es en el interés común de todas las partes que intervienen en la liquidación de valores garantizar que ésta funcione de manera fluida, segura y eficiente. En este contexto, los estándares SEBC-CREV tienen por objeto proporcionar a las autoridades competentes (responsables de la vigilancia, reguladores y supervisores)

una herramienta para promover la seguridad y eficiencia de las actividades de compensación y liquidación en la UE y, en particular, para garantizar que se aborden adecuadamente los riesgos asociados a estas actividades, con independencia del estatus de la entidad que proporciona el servicio.

Los estándares SEBC-CREV no tienen la consideración de legislación comunitaria y no pretenden adelantarse a cualquier decisión futura que las instituciones de la UE puedan adoptar al nivel legislativo.

APLICACIÓN DE LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV

Tal y como se indicaba anteriormente, los estándares SEBC-CREV ofrecerán a las autoridades competentes una herramienta para promover la seguridad y eficiencia de las actividades de compensación y liquidación en la UE y un enfoque común para definir sus respectivas prácticas de regulación, vigilancia y supervisión. Cuando se apliquen, constituirán una referencia eficaz para la concesión de una etiqueta de calidad reconocida a escala internacional, ya que se basan en las Recomendaciones CPSS-IOSCO para los sistemas de liquidación de valores, con las que concuerdan. El cumplimiento de los estándares SEBC-CREV implicaría automáticamente el de las Recomendaciones CPSS-IOSCO.

Cada uno de los reguladores, supervisores y responsables de la vigilancia utilizará el mismo conjunto de estándares. Se espera que la aplicación lo más uniforme posible de los estándares en toda la UE permita garantizar la igualdad de condiciones e incrementar la seguridad jurídica de las entidades reguladas, la eficiencia y la confianza en el mercado interno. Las autoridades de la UE compartirán los resultados relativos al nivel de cumplimiento de los estándares y procurarán lograr su aplicación uniforme. Sin embargo, la existencia de los estándares SEBC-CREV no impide automáticamente a las autoridades nacionales imponer, en el ámbito de sus competencias, medidas adicionales (como normas prudenciales o reglas de funcionamiento de los mercados) para tener en cuenta características específicas de sus mercados internos que puedan afectar a la estabilidad financiera y a la eficiencia. No obstante, se espera que estas medidas sean mínimas.

Contrariamente a las preocupaciones expresadas por observadores externos, los estándares SEBC-CREV imponen requisitos adicionales (es decir, además de los que se formulan en las Recomendaciones CPSS-IOSCO) sólo en tres conjuntos de circunstancias claramente justificadas. En primer lugar, en varios casos la práctica seguida actualmente en la UE supera ya los requisitos establecidos en las Recomendaciones CPSS-IOSCO. En estos casos, aunque los estándares SEBC-CREV pueden parecer más estrictos, en realidad reflejan simplemente un nivel más elevado de seguridad por parte de los SLV europeos. En segundo lugar, en algunos casos los mercados europeos presentan características legales específicas, que hay que tener en cuenta para garantizar que la liquidación de valores funcione con seguridad y fluidez. En estos casos, la seguridad resultante supera el coste que supone. Por último, en ciertos casos se han propuesto requisitos más rigurosos que los de las Recomendaciones CPSS-IOSCO, a fin de facilitar la integración financiera.

ALCANCE DE LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV

Los estándares SEBC-CREV han sido desarrollados de acuerdo con un enfoque funcional basado en el riesgo. En otras palabras, están diseñados para hacer frente a los riesgos asociados a todas las funciones pertinentes relacionadas con las actividades de compensación y liquidación de valores, con independencia del estatus jurídico de las entidades que asumen estos riesgos. Los requisitos normativos generales aplicables a entidades diferentes dependerán de los riesgos generales asociados a las actividades que éstas llevan a cabo. Por ejemplo, el crédito concedido por una entidad que realiza funciones de notaría (es decir, una CDV) no es equivalente al crédito otorgado por una entidad especializada en ello (es decir, una entidad de crédito). Así pues, se toma en consideración el perfil global de riesgo de una entidad.

Aunque el título de los estándares sugiere que abarcan tanto la «compensación» como la «liquidación» de valores en la UE, un examen más atento revela que se centran, fundamentalmente, en las actividades de liquidación. En efecto, conservan el enfoque adoptado por el CPSS-IOSCO, que trató el

tema de la compensación por separado, en un informe sobre las entidades de contrapartida central³.

ASPECTOS ORGANIZATIVOS DEL TRABAJO

El informe sobre los estándares SEBC-CREV ha sido elaborado por un grupo de trabajo conjunto compuesto por representantes del SEBC y del CREV. Cada una de estas dos instancias tiene en el grupo representantes de 25 instituciones⁴, una por cada Estado miembro. Al iniciar su labor en octubre del 2001, el grupo de trabajo conjunto estaba compuesto por 32 instituciones (15 bancos centrales nacionales, 15 reguladores de valores, el BCE y la Comisión Europea). Tras la ampliación de la UE, el grupo pasó a integrar a más de 50 instituciones.

Hasta el momento, el grupo de trabajo ha realizado dos consultas públicas formales, dos sesiones abiertas en la sede del CREV y una consulta específica dirigida a un grupo de participantes del mercado seleccionados en razón de su interés en el tema. La labor del grupo de trabajo SEBC-CREV se ha desarrollado en colaboración no sólo con la Comisión Europea, sino también con el Comité de Supervisión Bancaria y con el recién creado Comité de Supervisores Bancarios Europeos.

4 CONTENIDO DE LOS ESTÁNDARES SEBC-CREV

Al igual que las Recomendaciones CPSS-IOSCO para los SLV, los estándares SEBC-CREV abordan de forma detallada diferentes aspectos técnicos y legales de las actividades de liquidación de valores, con el fin último de reducir los riesgos derivados de estas actividades, concretamente, el riesgo legal, de crédito, de liquidez, de custodia y operativo.

En esta sección se describen brevemente los requisitos establecidos en los estándares SEBC-CREV, agrupados según el riesgo que han de reducir.

REQUISITOS RELATIVOS AL RIESGO LEGAL

El riesgo legal es el riesgo de que una parte sufra una pérdida debido a que las leyes o reglamentos no protegen las reglas del SLV, la ejecución de los acuerdos de liquidación relacionados o los derechos de propiedad y otros intereses que se mantienen en el

sistema de liquidación. El riesgo legal también surge si la aplicación de las leyes o reglamentos es confusa. Ello ocurre, por ejemplo, en el caso de que exista un conflicto entre legislaciones y que la legislación aplicable no quede claramente definida a priori.

El Estándar 1 (Marco legal) trata algunos aspectos legales relativos a la compensación y liquidación de valores. Como requisito básico, todos los derechos y obligaciones correspondientes deben estar expresados de forma clara y comprensible. Asimismo, deben ser de dominio público y han de ser accesibles. La validez legal y la fuerza ejecutiva son particularmente importantes en relación con la compensación de saldos, la realización de las garantías y la titularidad de los valores, especialmente en caso de insolvencia de algún operador o participante en el sistema. Además, para reducir el riesgo sistémico debe fomentarse la armonización de las reglas de los distintos SLV, a fin de minimizar las discrepancias que puedan existir entre las reglas y los marcos jurídicos de los diferentes países.

La mayor parte de estos requisitos están incluidos ya en las Recomendaciones CPSS-IOSCO. En efecto, el estándar SEBC-CREV va más allá que la recomendación general sólo en dos áreas. Por un lado, se refiere a la necesidad de reconocimiento de los sistemas gestionados por las CDV, en virtud de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación, y promueve la armonización de las normas de la UE (por ejemplo, la transferencia de propiedad en lugar de la transferencia de los intereses de los activos). Por otro lado, exige un mayor grado de transparencia por parte de las CDV, de las entidades de contrapartida central (ECC) y, en su caso, de los custodios considerados significativos⁵.

REQUISITOS RELATIVOS AL RIESGO DE CRÉDITO

En el contexto de la liquidación de valores, el riesgo de crédito se define, en general, como el riesgo

3 «Recommendations for Central Counterparties», Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, noviembre del 2004.

4 De hecho, el CREV tiene miembros adicionales, que representan, en calidad de observadores, a los organismos reguladores de países del Espacio Económico Europeo que no son Estados miembros de la UE.

5 A los efectos de los estándares SEBC-CREV, los «custodios considerados significativos» se definen, de manera provisional, como custodios que gestionan mecanismos de liquidación de valores considerados significativos.

de que una parte no liquide una obligación por su valor total al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de coste de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de incumplimiento del banco liquidador. El riesgo de coste de reposición es el riesgo de que una contraparte en una operación que finaliza en una fecha futura no cumpla sus obligaciones en la fecha de liquidación. Este incumplimiento puede dejar a la parte solvente con una posición de mercado abierta o hacerle perder las ganancias no realizadas sobre la posición. El riesgo resultante es el coste de reposición de la operación original a los precios corrientes de mercado. El riesgo de principal es el riesgo de que el vendedor entregue los valores pero no reciba el pago, o que el comprador realice el pago pero no obtenga los valores. En este caso, está en juego el valor completo del principal de los valores o de los fondos transferidos. El riesgo de incumplimiento del banco liquidador es el riesgo de incumplimiento de una entidad que mantiene cuentas con el agente liquidador para liquidar obligaciones de pago que surgen de las transferencias de valores, tanto por cuenta propia como en nombre de otros participantes del mercado.

Estos diferentes aspectos del riesgo de crédito se abordan en varios estándares SEBC-CREV, incluido el Estándar 9 (Control del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez). Una de las fuentes más evidentes de riesgo de crédito es el hecho de que, en algunos casos, la legislación nacional permite a las CDV conceder crédito a sus participantes. En estos casos, por motivos de estabilidad sistémica las CDV deben limitar sus actividades crediticias a lo estrictamente necesario para el buen funcionamiento de la liquidación de valores y el servicio de activos. Siempre que sea factible, las exposiciones crediticias (incluido el crédito intradía y a un día) deben estar totalmente garantizadas. En los casos claramente identificados de crédito no cubierto con garantías, se requiere a las CDV adoptar otras medidas de control de riesgos. A fin de contener los riesgos sistémicos asociados a la actividad de liquidación de valores de los custodios considerados significativos, sus políticas de reducción de riesgos han de ser examinadas, para comprobar si son las adecuadas en relación con los riesgos que estos custodios pueden originar para el sistema financiero.

Los riesgos de crédito relacionados con el préstamo de valores son tratados en el Estándar 5 (Préstamo de valores). Debe fomentarse el préstamo de valores, como método para facilitar la liquidación de valores y para reducir los incumplimientos en la misma. Sin embargo, en algunos casos, las CDV pueden acabar asumiendo un nivel indeseable de riesgo, al actuar como principal en facilidades centralizadas de préstamo de valores. En tal caso, la CDV debe adoptar medidas adecuadas de gestión de riesgos, de conformidad con los requisitos definidos en el Estándar 9 (Control del riesgo de crédito y del riesgo de liquidez). En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO relativa al préstamo de valores, el estándar SEBC-CREV destaca el beneficio de establecer facilidades centralizadas de préstamo de valores para reducir los incumplimientos en la liquidación. Al mismo tiempo, reconoce que los préstamos bilaterales también pueden contribuir a su reducción. La elección entre estos dos métodos debe basarse en la situación específica del mercado, teniendo en cuenta el nivel de incumplimientos en la liquidación y la eficiencia del mercado de préstamo de valores.

Unos procedimientos adecuados de confirmación de la negociación y de case de las instrucciones para la liquidación pueden contribuir a reducir de forma significativa los incumplimientos y, por ende, el riesgo de crédito. De acuerdo con el Estándar 2 (Confirmación de la negociación y case de las instrucciones para la liquidación), la confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación y no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). El case de las instrucciones para la liquidación debe tener lugar tan pronto como sea posible y no más tarde del día anterior a la fecha de liquidación especificada. Estos requisitos están acordes con el enfoque CPSS-IOSCO.

La entrega contra pago (ECP) es un mecanismo de liquidación que garantiza que la entrega de los valores ocurre única y exclusivamente si se realiza el pago y viceversa. El riesgo de principal puede eliminarse mediante la correcta definición y

aplicación de un mecanismo de entrega contra pago. El Estándar 7 (Entrega contra pago – ECP) establece que el marco técnico, legal y contractual de un SLV debe garantizar la entrega contra pago. Ha de reducirse al mínimo el intervalo de tiempo entre el bloqueo de los valores (y/o el pago en efectivo) y el momento en que la entrega es firme. En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV resalta la importancia de lograr una entrega contra pago eficiente y fiable en la UE, señalando además que los custodios considerados significativos deben poner en práctica procedimientos de liquidación que reduzcan, en la medida de lo posible, el riesgo de principal.

Otra fuente de riesgo de crédito podría ser el incumplimiento del banco liquidador (agente liquidador del efectivo). Un banco liquidador es una entidad que mantiene cuentas de efectivo con el agente liquidador para liquidar obligaciones de pago que surgen de las transferencias de valores, tanto por cuenta propia como en nombre de otros participantes del mercado. De conformidad con el Estándar 10 (Activos para la liquidación del efectivo), la manera más segura de liquidar pagos en efectivo es hacerlo en cuentas del banco central correspondiente. Sin embargo, cuando no se puede utilizar dinero en cuentas del banco central (por ejemplo, cuando las operaciones están denominadas en una moneda distinta de la del país en el que tiene lugar la liquidación), se puede utilizar dinero en cuentas de bancos comerciales. En tal caso, deberán tomarse las medidas necesarias para proteger a los participantes de las posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir del incumplimiento del agente liquidador del efectivo. Estos requisitos no difieren sustancialmente de los del CPSS-IOSCO.

En líneas generales, las CDV deben evitar, en la medida de lo posible, el riesgo de crédito (y de liquidez), tal y como especifica el Estándar 6 (Centrales depositarias de valores – CDV). Ello se debe a que las CDV garantizan tanto la firmeza de la liquidación como la salvaguardia de la integridad de los valores inmovilizados o desmaterializados⁶ mantenidos por cuenta del emisor («función de notaría»). Sin embargo, el grupo de trabajo tuvo que hacer frente a la dificultad de que no existía una definición común de

CDV en la UE. El estándar SEBC-CREV ofrece una descripción más detallada de las funciones y del papel de las CDV que la recomendación CPSS-IOSCO, especialmente en el contexto europeo. Por otro lado, entre las medidas destinadas a preservar la integridad de la emisión, el estándar propone normas contables eficaces, contabilidad por partida doble y procesos de auditoría de principio a fin.

En algunos casos, principalmente para la liquidación de las operaciones transfronterizas, se han creado enlaces entre las CDV, es decir, acuerdos y procedimientos técnicos y legales que permiten transferir los valores entre dos o más CDV por medio de anotaciones en cuenta. Las medidas sugeridas en el Estándar 19 (Riesgos en los enlaces transfronterizos) están diseñadas para reducir el riesgo de crédito asociado a la liquidación a través de enlaces. Por ejemplo, el establecimiento de un enlace no debe afectar a la duración del ciclo de liquidación ni a la entrega contra pago con firmeza intradía y no debe posibilitar las transferencias provisionales a través de un enlace. Por otra parte, debe asegurarse que toda concesión de crédito entre CDV esté totalmente garantizada y sujeta a límites. En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV especifica que los enlaces deben permitir a los participantes liquidar mediante entrega contra pago con firmeza intradía. El estándar formula también requisitos concretos relativos a los enlaces indirectos en los que una central depositaria actúa como intermediario⁷, establecidos por las CDV.

REQUISITOS RELATIVOS AL RIESGO DE LIQUIDEZ

El riesgo de liquidez se define, en general, como el riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor total cuando ésta vence, sino en una fecha posterior no determinada.

6 «Inmovilización» se refiere a la colocación de certificados físicos de valores e instrumentos financieros en una CDV para facilitar las transferencias realizadas mediante anotaciones en cuenta, es decir, mediante débito y crédito en las cuentas mantenidas por los tenedores en la central depositaria. «Desmaterialización» se refiere a la eliminación de certificados físicos o documentos de titularidad que representan la propiedad de los valores de modo que éstos existen solamente como registros contables.

7 Se refiere a un acuerdo contractual y técnico mediante el cual dos CDV que no están directamente conectadas entre sí pueden canalizar operaciones con valores o transferencias de otra u otras CDV que actúan como intermediarios.

Las presiones de liquidez pueden, entre otras cosas, surgir de mecanismos inadecuados para lograr la liquidación con firmeza intradía. Los estándares 8 (Momento de la firmeza en la liquidación) y 10 (Activos para la liquidación del efectivo) indican que la firmeza de la liquidación debe definirse claramente y debe lograrse mediante un proceso en tiempo real y/o por múltiples ciclos durante el día de la liquidación, dependiendo de las necesidades del mercado. Para no impedir la consecución de la firmeza intradía en un determinado sistema, los bancos centrales y otros agentes liquidadores del efectivo deben diseñar para los pagos en efectivo mecanismos eficientes que posibiliten la liquidación con firmeza intradía. Mientras que en la recomendación CPSS-IOSCO la firmeza ha de alcanzarse sólo al final del día, el Estándar 8 del SEBC-CREV (Momento de la firmeza en la liquidación) es más estricto y establece que ha de lograrse durante el día. En Europa, la firmeza intradía es importante para conseguir la interoperabilidad y asegurar que, una vez que se haya efectuado la transferencia entre sistemas, los valores puedan volver a ser utilizados el mismo día de liquidación. Otro elemento introducido en el Estándar 8 es la conexión con los sistemas de pago. El momento en que se efectúa la liquidación por ciclos por la tarde debería tener en cuenta la hora de cierre de TARGET, a fin de que los participantes tengan la oportunidad de reaccionar según sus necesidades de liquidez.

REQUISITOS RELATIVOS AL RIESGO DE CUSTODIA

El riesgo de custodia es el riesgo de pérdida de los valores mantenidos bajo custodia, ocasionado por la insolvencia, negligencia, malversación de los activos, fraude, deficiente administración o mantenimiento inadecuado de los registros.

El Estándar 12 (Protección de los valores de los clientes) trata explícitamente este tipo de riesgo. Una entidad que mantiene valores en custodia debe utilizar normas y procedimientos contables eficaces y debe segregar en sus libros los valores de los clientes de los propios, con objeto de garantizar que los primeros estén protegidos, especialmente ante reclamaciones de los acreedores de la entidad. La segregación de los valores de los clientes puede efectuarse abriendo cuentas nominativas

o, si el marco jurídico nacional no lo permite, mediante otras técnicas contables. Además, el estándar prohíbe categóricamente los saldos deudores de valores o la creación de valores⁸ por las entidades que mantienen valores en custodia. En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV requiere que el intermediario obtenga el consentimiento expreso del cliente para poder utilizar los valores de este último en sus propias operaciones (por ejemplo, para préstamo de valores o como garantía de sus propios riesgos de crédito).

REQUISITOS RELATIVOS AL RIESGO OPERATIVO

El riesgo operativo es el riesgo de que deficiencias en los sistemas informáticos o en los controles internos, errores humanos o fallos en la gestión o administración puedan resultar en pérdidas inesperadas.

Como señala el Estándar 11 (Fiabilidad operativa), las políticas y los procedimientos relativos al riesgo operativo han de ser definidos con claridad y revisados de forma periódica. Asimismo, han de ser actualizados y comprobados para asegurarse de que estén siempre al día. Más concretamente, deben existir planes de continuidad de procesos y sistemas de seguridad. Todo ello debe permitir que el sistema vuelva a funcionar, lo más pronto posible y no más tarde de dos horas después de la interrupción de las actividades, con un grado razonable de seguridad, un alto nivel de integridad y una capacidad suficiente. El estándar complementa la recomendación CPSS-IOSCO, proporcionando aclaraciones adicionales sobre la subcontratación de las actividades de compensación y liquidación. Por ejemplo, las CDV y las ECC sólo podrán subcontratar operaciones o funciones a terceros previa autorización de las autoridades competentes, ante las que la entidad subcontratante será responsable, de conformidad con la legislación nacional pertinente, además de tener la obligación de informar de la subcontratación a sus participantes.

⁸ La «creación de valores» es una técnica contable mediante la cual el importe total de las tenencias de un determinado valor registrado en las cuentas mantenidas por los participantes en una CDV supera el importe total de la emisión original de este valor.

El riesgo operativo puede resultar también de procedimientos ineficientes (por ejemplo, manualmente intensivos). Así, el Estándar 16 (Procedimientos de comunicación, estándares de mensajería y proceso automatizado de principio a fin - STP) requiere la aplicación de procedimientos de comunicación internacionales, así como de estándares de mensajería y de identificación de valores y de contrapartes. Además, los proveedores de servicios deben ir incorporando el STP, a fin de contribuir a conseguir una mayor interoperabilidad entre sistemas, para que los participantes del mercado puedan pasar rápidamente y con facilidad de un sistema a otro. El estándar SEBC-CREV va más allá que la recomendación CPSS-IOSCO, ya que insta a los participantes del mercado a que elaboren planes para avanzar hacia la interoperabilidad y el STP de la manera más eficiente posible.

Otra preocupación en relación con la eficiencia de los procedimientos de liquidación es la desmaterialización de los valores. El Estándar 6 (Centrales depositarias de valores – CDV) indica que, en la medida de lo posible, los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y transferidos por medio de anotaciones en cuenta en una CDV. La existencia de valores que no sean certificados físicos reduce los riesgos derivados de los certificados físicos y la posibilidad de errores humanos.

Del Estándar 13 (Gobierno corporativo) se deduce que la mejor manera de evitar fallos en la gestión, que pueden ser también un factor de distorsión de la fiabilidad operativa, es establecer acuerdos de gobierno corporativo adecuados.

OTROS REQUISITOS

A parte los riesgos específicos descritos anteriormente, los estándares SEBC-CREV tratan también una serie de cuestiones relacionadas con la eficiencia. Por ejemplo, unos acuerdos de gobierno corporativo bien diseñados y aplicados correctamente (Estándar 13 - Gobierno corporativo) contribuyen al funcionamiento seguro y eficiente de un sistema o mecanismo de liquidación. En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar aborda los conflictos de intereses que pueden surgir entre el operador de un sistema y sus participantes o dentro de una CDV o ECC, se-

ñalando que estos conflictos han de ser identificados y controlados.

La eficiencia es objeto de un estándar específico (Estándar 15 - Eficiencia). Las operaciones de un participante en el mercado se realizarán, probablemente, con mayor eficacia si el participante puede compensar y liquidar sus operaciones a tiempo y de manera eficiente y tener acceso a sus fondos y valores sin excesiva demora.

Además, los participantes del mercado pueden adoptar decisiones fundadas y controlar mejor los riesgos a los que están expuestos, si disponen de la información necesaria para evaluar los riesgos y los costes relacionados con la utilización de los servicios de compensación y liquidación proporcionados por las CDV, las ECC y, en su caso, los custodios considerados significativos (Estándar 17 - Transparencia).

Una mayor interoperabilidad debería incrementar la eficiencia de los mercados de la UE en su conjunto. Por su parte, la interoperabilidad se conseguirá estandarizando tanto los aspectos técnicos del proceso de valores como las prácticas operativas (Estándar 15 - Eficiencia). En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV reconoce la importancia de la eficiencia no sólo al nivel nacional, sino también en el contexto de la integración europea. La interoperabilidad entre sistemas permitiría la comunicación y el procesamiento de operaciones con valores, sin que ello represente un esfuerzo adicional para los participantes del mercado.

Un ejemplo concreto de estandarización de las prácticas operativas es una mayor armonización y/o el acortamiento de los ciclos de liquidación (Estándar 3 - Ciclos de liquidación y horario de funcionamiento). De forma más específica se requiere que las CDV y, cuando proceda, las ECC armonicen sus horarios y días de funcionamiento y permanezcan abiertas al menos en los horarios y días de funcionamiento de TARGET para las operaciones denominadas en euros. También es importante para la buena marcha de los mercados financieros europeos que los días de funcionamiento de los sistemas de liquidación sean compatibles con los de

TARGET (Estándar 8 - Momento de la firmeza en la liquidación). El Estándar 2 (Confirmación de la negociación y case de las instrucciones para la liquidación) propugna la automatización y la interoperabilidad de estas fases del proceso.

La liquidación de valores en la UE en su conjunto se beneficiaría también de una mayor cooperación nacional y transfronteriza entre las autoridades competentes. El Estándar 18 (Regulación, supervisión y vigilancia) está dirigido a los bancos centrales, los reguladores de valores y los supervisores bancarios. Las entidades que proporcionan servicios de compensación y liquidación de valores deben estar sujetas a una regulación y supervisión transparentes, efectivas y concordantes. Por otra parte, los sistemas de compensación y liquidación de valores deben estar sujetos a una vigilancia igualmente transparente, efectiva y concordante por parte de los bancos centrales. En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV reconoce los sistemas de coordinación de la UE, basados en el principio de reconocimiento mutuo, que existen en otros ámbitos de la regulación financiera europea. Sin embargo, en las áreas que no están cubiertas por la legislación europea, las autoridades competentes negociarán la coordinación de estas actividades, con objeto de establecer protocolos de cooperación formales.

Los estándares SEBC-CREV abordan también la cuestión del trato equitativo de los participantes en la compensación y liquidación de valores en los requisitos formulados en el Estándar 14 (Acceso). En comparación con la recomendación CPSS-IOSCO, el estándar SEBC-CREV indica que debe prohibirse que las CDV o ECC establezcan restricciones de acceso por razones distintas del riesgo. Los criterios de acceso y salida habrán de expresarse claramente y deberán hacerse públicos.

5 CUESTIONES PENDIENTES Y SEGUIMIENTO

Está previsto que el presente conjunto de estándares entre en vigor una vez que haya sido desarrollada la metodología de evaluación y que se haya realizado un análisis del impacto de los estándares.

El proceso de elaboración de los estándares ha revelado una serie de cuestiones pendientes, que están siendo analizadas por el grupo de trabajo al tiempo que desarrolla la metodología de evaluación. Por ejemplo, se está estudiando la relación entre el marco de supervisión bancaria y los estándares que tratan del riesgo de crédito. Otro tema que está siendo examinado es la organización práctica de la cooperación entre las autoridades competentes (nacionales). En el párrafo 27 de la introducción del informe SEBC-CREV, publicado en octubre del 2004, figura una lista completa de las cuestiones pendientes.

El análisis de las cuestiones pendientes se está realizando en estrecha colaboración con varios grupos de participantes del mercado: CDV, ECC, bancos custodios, cajas de ahorros y cooperativas de crédito y bancos de propiedad pública. La comunicación se lleva a cabo a través de distintos canales y en varios foros, tanto de forma bilateral como en pequeños grupos, en reuniones con determinados participantes del mercado sobre temas específicos que les afectan especialmente, en sesiones abiertas a todas las partes interesadas y, naturalmente, por medio de consultas escritas periódicas.

Como ya se indicó anteriormente, el grupo de trabajo ha estado colaborando estrechamente con otras autoridades competentes, como la Comisión Europea, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos y el Comité de Supervisión Bancaria, y se han establecido canales de comunicación apropiados con la comisión pertinente del Parlamento Europeo.

Una vez que haya analizado las cuestiones pendientes, el grupo de trabajo intentará elaborar una metodología de evaluación, cuyo contenido sea comparable con la publicada por el CPSS-IOSCO⁹. Además, la atención se centrará especialmente en los aspectos de las ECC que no se han abordado con el suficiente grado de detalle en el conjunto actual de estándares. La publicación del informe final está prevista para finales del 2005.

⁹ Assessment methodology for «Recommendations for Securities Settlement Systems», Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, noviembre del 2002.

Para concluir, el informe SEBC-CREV abarca una serie de cuestiones muy sensibles. La presión por adoptar estándares emana del compromiso de la UE de alcanzar en este ámbito una armonización a escala internacional, a fin de evitar el contagio en las crisis financieras. En efecto, el Foro para la Estabilidad Financiera considera la liquidación de valores como una de las doce áreas prioritarias en el proceso de aplicación de los estándares internacionales correspondientes (las Recomendaciones CPSS-IOSCO). En ausencia de legislación comunitaria, aspectos como el ámbito de aplicación de los estándares han quedado, de hecho, a discreción de las autoridades locales (en este caso, los bancos centrales y los reguladores de valores de la UE) y han resultado ser particularmente delicados en la práctica. Además, cabe esperar que la adopción de es-

tándares comunes fomente la integración de los mercados financieros de la UE.

En este contexto, se insiste nuevamente en que los estándares no pretenden adelantarse o sustituir a una directiva o a cualquier otra iniciativa futura en el campo de la compensación y liquidación. Si se produjera cualquier cambio en la legislación europea, los estándares se modificarían en consecuencia para reflejar este cambio. En efecto, un grupo de trabajo conjunto, en el que participan instancias como el SEBC y el CREV y que reúne a un amplio abanico de autoridades nacionales, podría considerarse también como una iniciativa pionera y un modelo adecuado para la cooperación futura en el ámbito de los mercados financieros.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO



Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,6	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	11,0	2,11	4,14
2004 II	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,2	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 I	.	.	.	-	.	.	2,14	3,67
2004 Oct	9,0	6,3	5,8	6,0	6,7	8,5	2,15	3,98
Nov	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
Dic	8,4	6,5	6,4	6,3	7,0	9,1	2,17	3,69
2005 Ene	9,3	6,9	6,6	6,5	7,3	10,1	2,15	3,63
Feb	9,9	7,1	6,4	.	7,2	.	2,14	3,62
Mar	.	.	.	.	.	.	2,14	3,76

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	2,7	0,5	0,3	81,1	0,2	8,7
2004	2,1	2,3	2,3	2,0	2,0	81,7	0,5	8,8
2004 II	2,3	2,0	2,1	2,2	3,1	81,6	0,4	8,8
III	2,2	3,1	1,8	1,9	2,8	82,1	0,5	8,8
IV	2,3	3,8	2,2	1,6	1,0	82,1	0,8	8,8
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 Oct	2,4	4,1	-	-	1,2	82,1	-	8,9
Nov	2,2	3,7	-	-	0,7	-	-	8,8
Dic	2,4	3,5	-	-	1,1	-	-	8,8
2005 Ene	1,9	3,9	-	-	2,2	82,0	-	8,8
Feb	2,1	4,2	-	-	.	-	-	8,9
Mar	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	58,1	105,8	-37,9	55,8	279,6	103,8	105,8	1,2439
2004 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	17,0	21,1	-6,7	33,5	279,6	105,7	107,7	1,2977
2005 I	.	.	.	.	.	105,7	107,7	1,3113
2004 Oct	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
Nov	5,4	5,9	-0,8	-10,8	291,6	105,6	107,6	1,2991
Dic	9,8	7,6	5,8	38,2	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Ene	-6,9	0,4	-13,1	-18,2	289,0	105,8	107,9	1,3119
Feb	.	.	.	.	283,2	105,1	107,2	1,3014
Mar	.	.	.	.	.	106,0	108,1	1,3201

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 11 Mar	2005 18 Mar	2005 25 Mar	2005 1 Abr
Oro y derechos en oro	125.071	124.977	124.901	128.058
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	151.867	151.751	150.113	155.910
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	18.281	19.316	18.834	19.125
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.578	8.138	8.889	9.304
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	357.500	361.545	376.079	366.751
Operaciones principales de financiación	272.500	276.500	291.000	275.999
Operaciones de financiación a plazo más largo	84.999	84.999	84.999	90.002
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	31	79	743
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	15	1	7
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.206	3.488	2.918	2.710
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	77.716	78.797	79.736	79.717
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	41.279	41.279	41.279	41.172
Otros activos	122.877	123.369	123.685	124.407
Total activo	905.375	912.660	926.434	927.154

2. Pasivo

	2005 11 Mar	2005 18 Mar	2005 25 Mar	2005 1 Abr
Billetes en circulación	494.643	495.450	501.710	500.861
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	144.562	147.124	143.999	142.201
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	144.501	146.733	143.968	142.146
Facilidad de depósito	35	391	31	55
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	26	0	0	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	125	125	140	140
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	67.597	69.773	81.934	75.145
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	8.222	8.398	9.010	8.948
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	385	400	363	173
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.806	11.234	9.217	9.820
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.573	5.573	5.573	5.701
Otros pasivos	51.267	51.609	51.511	54.001
Cuentas de revalorización	64.842	64.842	64.842	71.961
Capital y reservas	58.353	58.132	58.135	58.203
Total pasivo	905.375	912.660	926.434	927.154

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2004 8 Dic	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
8	3 27.172	305	275.500	2,00	2,06	2,06	8
16	352.917	341	276.500	2,00	2,05	2,06	7
23	349.248	352	284.500	2,00	2,05	2,06	7
2 Mar	329.036	325	275.000	2,00	2,05	2,06	7
9	3 20.545	335	272.500	2,00	2,05	2,05	7
16	317.574	350	276.500	2,00	2,05	2,05	7
23	346.871	370	291.000	2,00	2,05	2,05	7
30	3 12.429	337	276.000	2,00	2,05	2,06	7
6 Abr	292.103	350	275.000	2,00	2,05	2,05	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 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
24 Feb	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
31 Mar	38.462	148	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 ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1

Fuente: BCE.

1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.

2) 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.

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.

4) 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.

5) Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3	
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5	
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6	
II	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2	
III	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3	
2004 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	
Dic	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3	
2005 Ene	12.595,8	6.696,4	460,2	1.577,7	943,2	2.918,3	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
III	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
IV	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	140,0	0,8	0,0	2,06
8 Mar	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12 Abr	142,6	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez				8	9	10
1	2	3	4	5	6	7						
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7	
2004 I	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3	
II	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1	
III	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	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	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4	
8 Nov	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4	
7 Dic	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	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	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2	
7 Feb	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2	
8 Mar	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9	

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total 1	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro 8	Activos frente a no residentes en la zona del euro 9	Activo fijo 10	Resto de activos 11
		Total 2	AAPP 3	Otros residentes en la zona del euro 4	Total 5	AAPP 6	Otros residentes en la zona del euro 7				
Saldos vivos											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.557,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,8	2.887,8	174,1	1.134,4
2004 I	15.066,3	8.016,8	846,0	7.170,8	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.203,1
II	15.333,6	8.161,0	840,5	7.320,5	1.929,6	1.480,5	449,0	662,9	3.185,3	173,8	1.221,1
III	15.489,3	8.236,4	834,5	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
2004 Oct	15.585,4	8.282,5	834,5	7.448,1	1.932,7	1.480,6	452,1	647,0	3.221,2	175,9	1.326,1
Nov	15.777,8	8.341,8	830,4	7.511,3	1.945,2	1.487,8	457,4	660,2	3.284,0	175,5	1.371,2
Dic	15.707,0	8.386,6	836,2	7.550,4	1.902,8	1.435,8	467,0	666,0	3.234,8	174,3	1.342,5
2005 Ene	15.988,1	8.432,5	840,0	7.592,5	1.950,7	1.480,2	470,5	678,8	3.376,6	172,8	1.376,7
Feb ^(p)	16.109,4	8.448,5	830,8	7.617,8	1.990,2	1.510,4	479,8	682,0	3.425,7	170,7	1.392,2
Operaciones											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,3	385,9	13,7	372,2	170,4	116,2	54,1	19,4	221,9	-3,6	-26,8
2004 I	430,7	84,6	5,8	78,8	56,6	52,8	3,8	24,6	214,4	-0,4	51,0
II	269,4	150,3	-7,1	157,4	64,7	50,3	14,3	8,3	33,1	1,6	11,4
III	190,6	87,6	-5,7	93,3	-4,0	-1,8	-2,2	-19,6	60,8	1,6	64,2
2004 Oct	122,8	49,5	0,2	49,4	1,8	-1,1	2,9	2,9	30,7	0,7	37,2
Nov	239,1	65,2	-3,9	69,0	12,4	6,9	5,5	12,2	106,1	-0,4	43,8
Dic	-2,7	55,8	5,5	50,3	-41,6	-52,3	10,7	5,6	-11,6	0,4	-11,3
2005 Ene	209,4	44,8	4,9	39,9	41,3	38,2	3,2	11,9	84,5	-1,4	28,2
Feb ^(p)	141,1	16,8	-9,2	25,9	41,4	31,7	9,7	1,4	67,2	-2,1	16,3

2. Pasivo

	Total 1	Efectivo en circulación 2	Depósitos de la Administración Central 3	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes 4	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾ 5	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾ 6	Capital y reservas 7	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro 8	Resto de pasivos 9	Discrepancias de pasivos entre IFM 10
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	471,0	1.819,0	1.006,4	2.625,6	1.550,9	10,8
2003	14.557,4	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,7	2.634,0	1.597,9	8,9
2004 I	15.066,3	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,4
II	15.333,6	423,0	223,7	6.427,0	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.716,3	16,1
III	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,8	15,0
2004 Oct	15.585,4	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.059,1	1.047,0	2.847,4	1.843,6	19,6
Nov	15.777,8	448,7	182,8	6.546,2	613,5	2.061,1	1.055,8	2.905,1	1.921,4	43,2
Dic	15.707,0	468,4	163,6	6.653,4	603,8	2.062,0	1.047,7	2.842,0	1.841,7	24,4
2005 Ene	15.988,1	459,9	180,5	6.668,5	616,7	2.085,2	1.051,9	2.994,6	1.909,4	21,3
Feb ^(p)	16.109,4	463,6	210,1	6.676,1	615,5	2.120,0	1.055,5	3.033,9	1.917,5	17,2
Operaciones										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,3	79,0	12,9	315,8	56,7	133,4	40,1	130,8	-61,1	59,8
2004 I	430,7	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,7	117,8	-10,7
II	269,4	23,4	39,4	102,4	2,2	48,7	10,0	32,3	13,2	-2,3
III	190,6	15,1	-19,7	35,6	1,6	54,8	19,2	-3,7	79,4	8,3
2004 Oct	122,8	6,4	-6,7	55,3	7,4	14,1	1,8	10,4	22,8	11,4
Nov	239,1	4,4	-14,6	41,8	-3,1	11,1	5,9	96,0	63,4	34,3
Dic	-2,7	19,7	-19,2	111,3	-9,2	8,9	-0,3	-34,4	-66,4	-13,1
2005 Ene	209,4	-8,5	16,9	8,7	13,8	5,0	0,8	105,3	79,4	-12,0
Feb ^(p)	141,1	3,7	29,5	6,2	-2,1	39,5	5,0	55,9	3,0	0,3

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

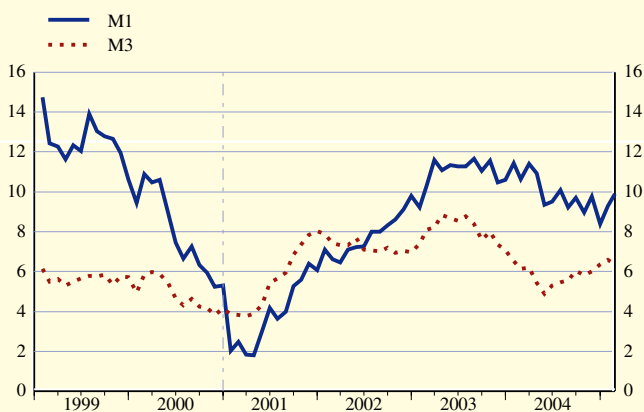
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	Préstamos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	854,0	5.771,7	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	189,9
2003	2.676,0	2.559,7	5.235,7	912,4	6.148,1	-	4.142,6	2.222,3	8.158,0	7.100,9	231,3
2004 I	2.769,0	2.552,4	5.321,4	905,9	6.227,2	-	4.240,8	2.259,5	8.241,7	7.165,0	316,9
II	2.790,0	2.582,2	5.372,2	931,8	6.304,0	-	4.307,3	2.306,9	8.403,2	7.293,3	290,2
III	2.868,6	2.621,4	5.490,0	941,3	6.431,3	-	4.395,1	2.324,9	8.523,4	7.415,2	344,8
2004 Oct	2.881,4	2.642,8	5.524,2	946,2	6.470,3	-	4.416,0	2.326,6	8.577,3	7.465,0	355,9
Nov	2.907,0	2.637,9	5.544,9	945,7	6.490,6	-	4.443,4	2.316,7	8.646,2	7.518,0	355,5
Dic	2.892,3	2.672,3	5.564,6	963,8	6.528,4	-	4.457,2	2.289,9	8.686,1	7.548,9	372,4
2005 Ene	2.957,3	2.664,1	5.621,3	948,4	6.569,7	-	4.490,8	2.323,2	8.748,7	7.598,8	379,8
Feb ^(p)	2.983,4	2.662,7	5.646,1	943,3	6.589,4	-	4.525,7	2.340,1	8.787,9	7.629,5	396,6
Operaciones											
2002	217,3	89,3	306,5	69,4	375,9	-	189,1	35,1	347,2	311,9	173,6
2003	258,0	114,7	372,7	34,2	406,9	-	238,6	132,3	446,1	373,0	92,9
2004 I	92,2	-13,2	79,1	-1,6	77,4	-	76,0	25,0	90,2	74,5	78,4
II	20,6	31,8	52,4	22,8	75,2	-	76,9	46,1	165,1	136,1	-16,7
III	80,6	40,7	121,3	9,0	130,3	-	94,7	16,1	129,8	133,9	55,7
2004 Oct	14,0	22,9	36,9	4,2	41,1	-	26,2	1,2	56,3	53,0	12,5
Nov	28,5	-2,5	26,0	-0,2	25,8	-	34,1	-10,0	73,7	58,7	4,4
Dic	-11,2	35,2	23,9	18,3	42,3	-	29,6	-27,5	52,1	42,2	25,8
2005 Ene	62,4	-11,1	51,3	-15,1	36,2	-	11,6	28,1	59,2	47,7	-2,5
Feb ^(p)	27,2	-4,1	23,0	-11,7	11,3	-	47,1	18,5	38,6	31,4	18,2
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,8	7,0	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	173,6
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	4,0	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	92,9
2004 Mar	11,4	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	92,5
Jun	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	0,6
Sep	9,7	2,7	6,3	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	124,2
2004 Oct	9,0	3,6	6,3	3,0	5,8	6,0	7,8	4,2	6,5	6,7	132,2
Nov	9,8	3,2	6,5	3,1	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	125,8
Dic	8,4	4,5	6,5	5,8	6,4	6,3	8,1	2,3	7,0	7,0	160,3
2005 Ene	9,3	4,4	6,9	4,7	6,6	6,5	7,9	3,5	7,3	7,3	113,5
Feb ^(p)	9,9	4,1	7,1	2,2	6,4	.	8,6	3,9	7,3	7,2	116,2

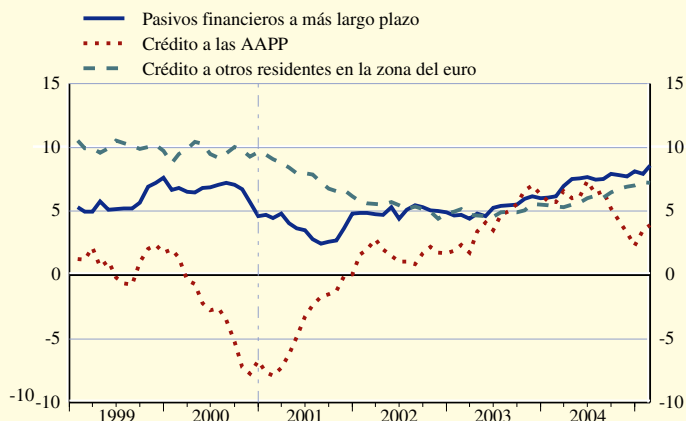
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 1) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central (M1, M2, M3: véase el Glosario).
- 2) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

2.3 Estadísticas monetarias

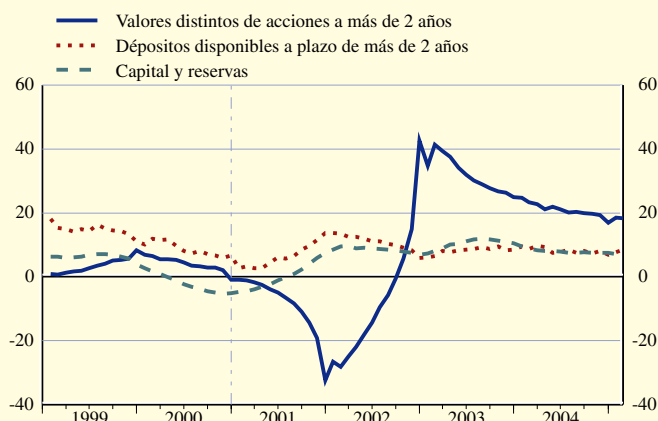
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,5	485,0	128,5	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,4	1.037,2	1.522,6	222,5	597,2	92,7	1.790,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 I	406,2	2.362,8	1.004,1	1.548,3	214,3	597,1	94,5	1.855,8	90,1	1.268,3	1.026,6
II	420,5	2.369,5	995,5	1.586,7	220,2	611,5	100,1	1.899,0	89,1	1.298,6	1.020,6
III	439,9	2.428,8	1.002,8	1.618,5	225,3	615,6	100,4	1.947,2	88,4	1.318,7	1.040,8
2004 Oct	446,3	2.435,0	1.020,4	1.622,4	224,5	622,7	99,0	1.953,5	89,4	1.327,8	1.045,3
Nov	453,3	2.453,7	1.007,0	1.630,9	225,3	617,3	103,1	1.949,7	89,7	1.343,4	1.060,5
Dic	453,3	2.439,0	1.037,4	1.634,9	243,2	619,4	101,2	1.964,7	89,5	1.357,7	1.045,3
2005 Ene	468,2	2.489,1	1.030,3	1.633,7	229,8	618,9	99,8	1.990,0	90,0	1.363,9	1.046,9
Feb ^(p)	471,9	2.511,4	1.022,4	1.640,4	219,1	611,5	112,7	2.010,1	90,5	1.369,2	1.055,9
Operaciones											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	71,1	-12,5	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,2	-28,7	143,4	-8,8	58,1	-15,1	149,4	-13,2	62,7	39,7
2004 I	18,6	73,6	-38,7	25,5	-7,2	1,1	4,5	51,2	-0,5	14,4	10,9
II	14,4	6,2	-6,6	38,5	5,5	10,0	7,3	41,3	-1,0	30,7	5,9
III	19,3	61,3	8,8	32,0	5,1	5,3	-1,5	55,2	-0,7	21,5	18,7
2004 Oct	6,5	7,5	19,0	3,9	-0,7	6,9	-2,0	11,8	1,0	9,4	4,0
Nov	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,9	-4,8	3,7	5,7	0,3	15,7	12,3
Dic	0,0	-11,2	31,1	4,1	18,0	2,5	-2,2	23,3	-0,2	13,9	-7,4
2005 Ene	14,9	47,6	-9,8	-1,3	-13,6	0,4	-1,9	7,5	0,5	5,4	-1,8
Feb ^(p)	3,7	23,4	-10,8	6,7	-10,5	-8,2	7,0	30,6	0,5	5,6	10,4
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,7	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dic	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,3	4,0
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	6,8	-7,3	10,5	-9,9	5,4	4,6
Jun	21,1	7,7	-6,8	8,0	2,0	4,6	0,5	10,4	-7,1	7,0	5,2
Sep	19,9	8,1	-4,2	7,6	3,2	4,2	11,7	10,9	-3,0	7,2	4,5
2004 Oct	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-3,0	10,5	-2,1	7,4	4,5
Nov	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	0,5	9,9	-1,4	7,9	4,6
Dic	17,0	6,9	0,2	7,4	9,8	3,5	10,7	10,5	-1,2	8,4	4,4
2005 Ene	18,5	7,7	0,6	7,0	6,3	4,3	3,3	9,8	-0,4	8,6	4,4
Feb ^(p)	18,3	8,5	0,3	6,7	-1,3	2,6	8,0	11,1	0,4	8,5	4,9

C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

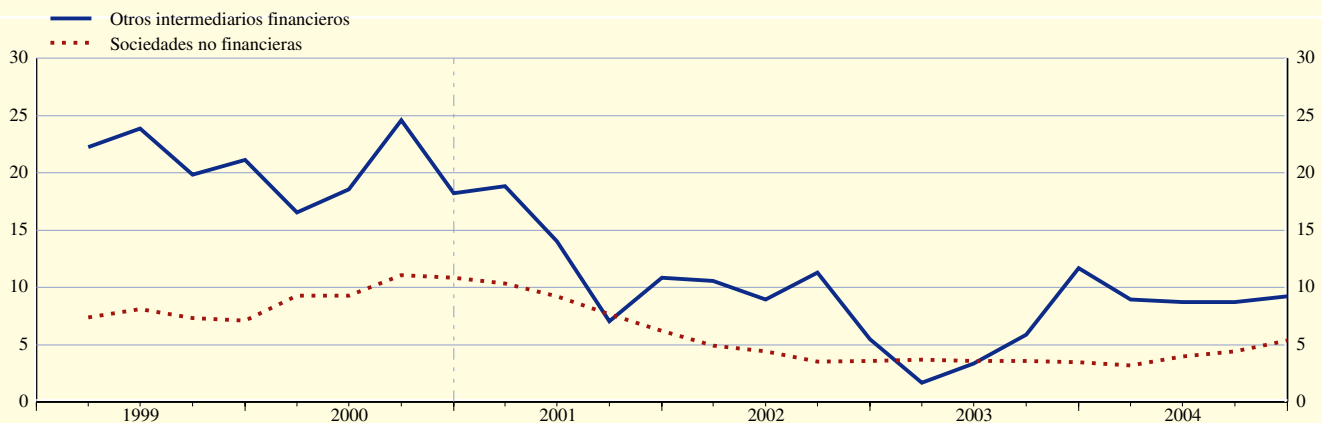
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	512,1	322,4	3.033,7	958,3	527,0	1.548,5
2004 I	46,3	32,2	504,8	304,5	3.054,4	954,3	526,2	1.573,8
II	53,7	39,8	511,0	306,8	3.092,0	965,2	537,3	1.589,5
III	52,5	37,6	509,9	302,6	3.102,7	951,2	545,9	1.605,5
2004 Oct	54,8	39,1	513,6	306,6	3.121,4	959,7	546,8	1.614,9
Nov	54,0	37,8	536,3	329,8	3.141,0	974,1	549,1	1.617,8
Dic	48,7	30,9	542,2	332,8	3.154,3	973,9	548,6	1.631,8
2005 Ene	55,6	38,7	543,4	337,8	3.172,5	981,6	559,1	1.631,8
Feb ^(p)	59,1	41,3	547,2	342,0	3.173,6	982,3	554,6	1.636,8
Operaciones								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,9	26,1	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 I	10,8	10,0	-2,4	-11,3	22,1	-3,9	4,0	22,0
II	7,0	7,3	9,0	4,9	59,5	15,7	11,7	32,0
III	-1,1	-2,2	2,7	-0,6	16,1	-12,2	9,5	18,8
2004 Oct	2,4	1,6	5,3	4,6	20,1	9,1	1,2	9,8
Nov	-0,7	-1,3	24,1	24,2	23,1	15,4	2,8	4,9
Dic	-5,2	-6,9	7,6	2,9	22,0	-0,8	3,4	19,5
2005 Ene	6,6	7,6	-0,7	3,7	16,3	6,1	10,3	-0,1
Feb ^(p)	3,6	2,7	4,4	4,7	1,6	-1,9	-4,2	7,7
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dic	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Jun	18,8	25,6	8,7	3,3	4,0	-2,1	6,4	7,2
Sep	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
2004 Oct	9,4	14,7	9,5	7,9	5,0	1,4	5,6	7,1
Nov	10,0	14,0	10,4	8,8	5,2	2,5	5,5	6,7
Dic	37,1	39,1	9,3	8,1	5,4	2,5	6,2	6,9
2005 Ene	16,5	12,0	9,7	10,6	5,7	2,9	7,9	6,7
Feb ^(p)	25,5	23,5	8,9	10,0	5,7	3,4	6,9	6,7

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

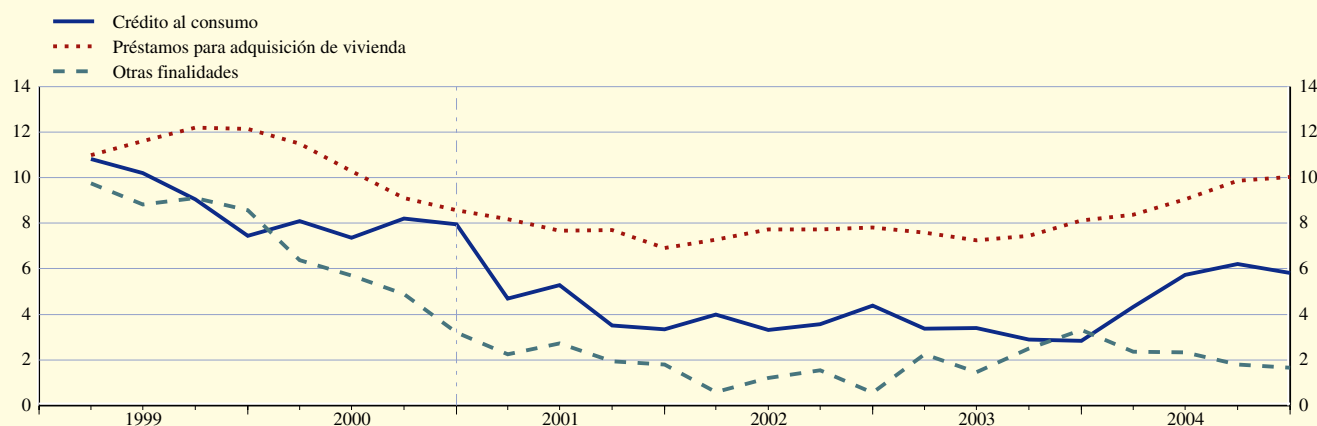
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 I	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	679,9	141,8	95,1	443,0
II	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,7	15,2	64,7	2.383,8	697,2	147,5	99,2	450,5
III	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,1	14,9	65,8	2.453,4	694,7	144,6	99,0	451,0
2004 Oct	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,5	15,5	66,5	2.471,5	694,8	143,6	99,7	451,5
Nov	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.571,9	15,3	65,7	2.491,0	697,6	146,5	99,4	451,7
Dic	3.804,5	513,8	117,3	191,0	205,5	2.592,3	15,5	65,8	2.511,0	698,4	144,5	99,7	454,3
2005 Ene	3.820,4	514,0	118,3	190,0	205,7	2.606,7	15,0	65,5	2.526,2	699,6	143,8	99,0	456,8
Feb ^(p)	3.837,1	513,7	118,1	189,5	206,1	2.620,8	14,9	65,6	2.540,3	702,7	144,0	98,9	459,7
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	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,4	-5,9	1,7	181,5	21,1	-6,3	-4,9	32,3
2004 I	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
II	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,5
III	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,4	-0,2	1,2	70,4	-1,1	-2,7	-0,4	2,0
2004 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	25,9	4,5	2,8	1,5	0,2	21,7	0,3	0,2	21,2	-0,3	-1,2	0,4	0,5
2005 Ene	17,8	0,5	0,5	-0,7	0,7	14,8	-0,4	-0,3	15,5	2,5	-0,2	-0,7	3,4
Feb ^(p)	16,3	0,1	0,0	-0,6	0,7	14,6	-0,1	0,1	14,6	1,6	0,1	0,2	1,3
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	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,2	-5,0	8,5
2004 Mar	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-1,0	-1,8	4,4
Jun	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,0	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
Sep	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,2	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
2004 Oct	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,0	-0,2	10,2	2,1	1,0	1,1	2,6
Nov	7,9	6,5	7,0	4,6	8,1	10,0	6,1	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
Dic	7,8	5,8	5,2	5,1	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,2	2,3
2005 Ene	8,1	6,5	7,0	5,6	7,0	10,1	5,8	5,8	10,2	2,4	0,7	2,3	3,0
Feb ^(p)	8,1	6,4	7,9	4,7	7,1	10,1	5,8	6,1	10,2	2,3	2,0	2,2	2,5

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

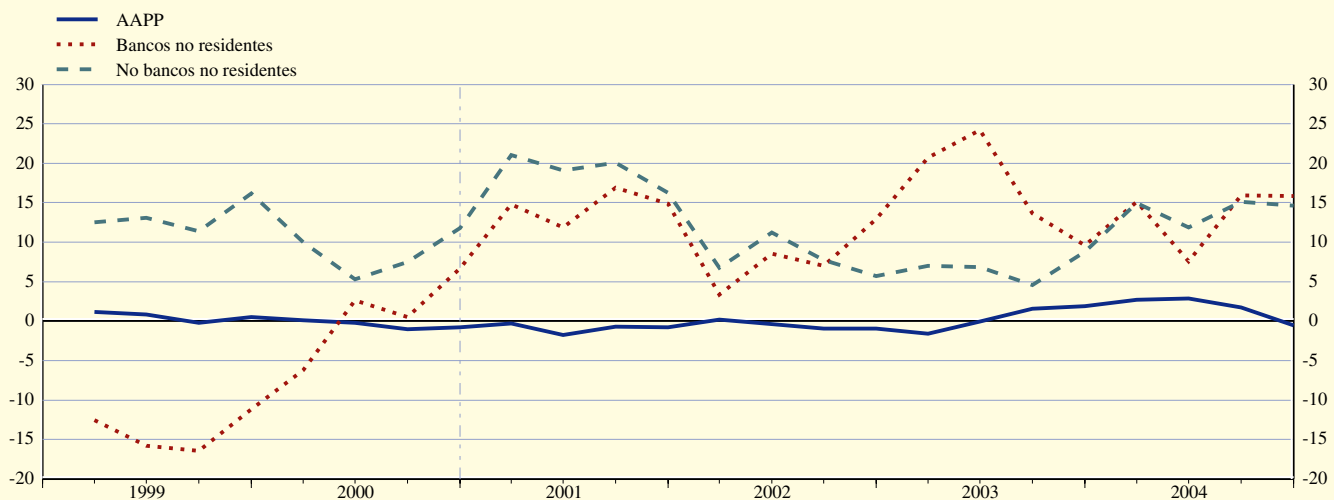
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 I	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
II	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
III	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1.965,9	1.317,3	648,6	60,9	587,7
IV ^(p)	814,7	129,5	252,3	395,6	37,3	1.978,4	1.336,6	641,8	61,5	580,4
Operaciones										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 I	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
II	-6,7	-5,9	-8,5	2,9	4,8	6,2	11,4	-5,3	-0,5	-4,8
III	-5,7	-3,0	-1,0	3,2	-5,0	22,5	7,7	14,8	0,1	14,7
IV ^(p)	2,5	3,5	-0,5	1,1	-1,5	80,9	61,4	19,4	0,6	18,8
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	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 Mar	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Jun	2,9	2,0	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
Sep	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
Dic ^(p)	-0,5	0,2	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

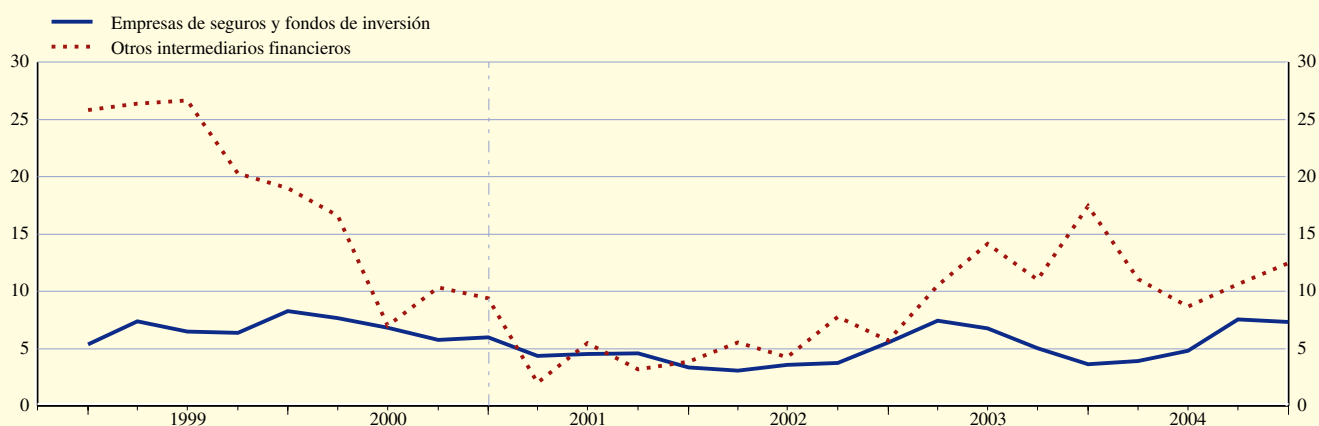
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,7	183,0	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 I	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,9	197,3	119,9	145,7	7,8	0,1	116,1
II	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	596,5	194,5	122,6	153,7	8,3	0,1	117,2
III	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,5	190,2	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
2004 Oct	579,1	58,6	49,1	446,1	1,3	1,3	22,8	621,3	187,6	133,8	166,9	8,4	0,1	124,5
Nov	584,4	63,2	47,7	450,0	1,3	1,3	20,8	632,3	197,7	126,6	177,0	9,7	0,1	121,3
Dic	583,1	59,0	51,3	449,5	1,2	1,3	20,8	635,1	180,7	138,8	186,9	10,1	0,1	118,6
2005 Ene	595,3	66,9	50,8	451,3	1,4	1,3	23,6	660,2	208,5	130,0	186,0	11,6	0,1	124,1
Feb ^(p)	589,7	60,2	48,6	456,1	1,3	1,3	22,3	672,5	213,1	132,7	188,4	11,5	0,1	126,7
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	85,0	27,4	-0,5	38,9	3,2	0,0	16,0
2004 I	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,5	14,3	-14,6	1,4	1,6	0,0	12,7
II	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,2	-1,4	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
III	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,6	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
2004 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	12,9	10,9	-6,7	10,5	1,3	0,0	-3,2
Dic	-1,2	-4,1	4,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,1	3,8	-15,5	11,7	9,7	0,5	0,0	-2,6
2005 Ene	11,9	7,8	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	22,1	27,0	-9,4	-2,4	1,4	0,0	5,4
Feb ^(p)	-5,6	-6,8	-2,1	4,8	-0,1	0,0	-1,3	9,2	4,9	-0,9	2,6	-0,1	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	17,5	17,7	-0,5	36,8	70,6	-	17,1
2004 Mar	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,1	17,2	-13,0	22,3	47,6	-	17,8
Jun	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,7	7,9	-10,0	18,6	44,5	-	20,5
Sep	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,6	7,6	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
2004 Oct	8,3	10,3	32,9	5,1	3,3	38,3	24,2	11,3	7,7	1,8	27,0	48,4	-	7,8
Nov	9,4	22,7	33,3	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,9	12,9	-4,0	29,4	73,6	-	4,9
Dic	7,3	1,0	24,4	6,6	-8,2	-43,1	8,0	12,4	1,1	4,1	30,4	67,6	-	14,6
2005 Ene	7,2	2,9	18,7	6,6	5,0	36,2	8,2	16,1	16,9	-1,1	31,9	69,0	-	12,0
Feb ^(p)	5,7	-3,6	16,1	7,2	-2,9	-51,5	-11,6	16,3	17,9	5,3	31,7	38,2	-	5,5

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

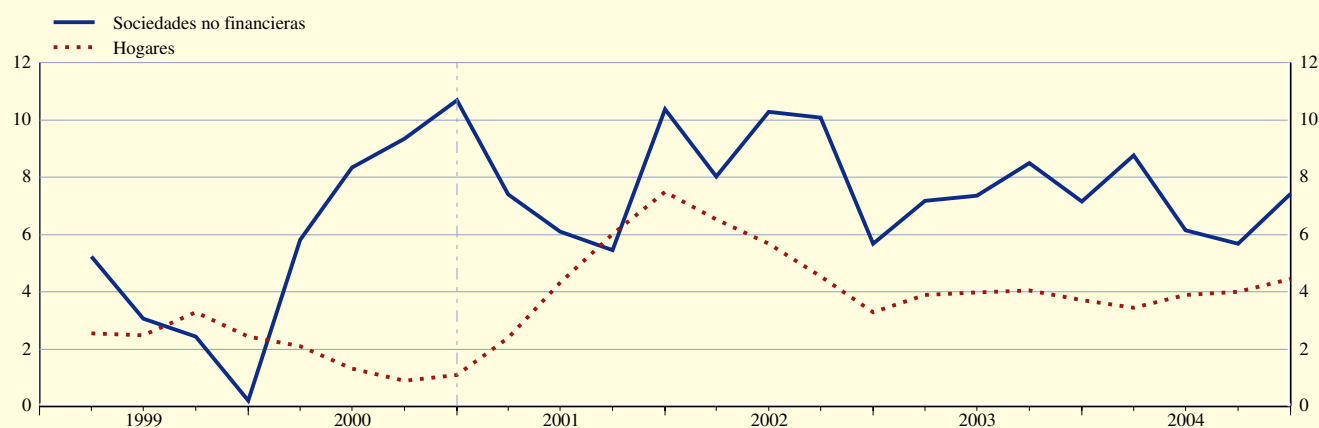
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,1	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	1.036,2	623,7	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	1.053,4	650,1	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
III	1.066,5	657,0	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
2004 Oct	1.071,1	648,1	283,9	69,6	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
Nov	1.077,3	660,0	279,7	69,7	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
Dic	1.115,6	674,1	295,0	72,0	43,7	1,1	29,8	4.160,0	1.402,7	514,3	632,9	1.466,5	88,0	55,6
2005 Ene	1.079,7	658,3	279,0	73,9	42,5	1,1	24,9	4.166,5	1.400,2	514,6	634,6	1.477,2	87,7	52,2
Feb ^(p)	1.072,4	655,5	275,3	74,0	43,7	1,1	22,9	4.175,1	1.406,2	515,9	634,6	1.478,5	88,3	51,6
Operaciones														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,4	40,8	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 I	-15,0	-9,9	-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	21,1	27,7	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
III	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,7	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
2004 Oct	6,0	-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	10,8	13,1	-3,2	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,7	1,1	3,0	0,8	0,0
Dic	39,0	14,8	15,8	1,7	2,5	0,0	4,2	71,2	22,9	5,4	13,7	26,7	1,2	1,3
2005 Ene	-37,5	-16,9	-17,1	2,5	-1,2	0,0	-4,8	5,1	-2,9	-0,5	1,7	10,5	-0,3	-3,5
Feb ^(p)	-6,3	-2,3	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	9,2	6,2	1,6	0,0	1,4	0,6	-0,6
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,2	6,7	23,0	-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	11,8	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	6,1	10,0	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Sep	5,7	9,7	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
2004 Oct	5,6	8,6	-0,2	7,4	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
Nov	5,0	8,0	-1,3	4,7	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
Dic	7,4	7,2	6,7	7,3	21,8	72,2	-0,8	4,4	6,8	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Ene	7,9	8,4	6,0	10,1	15,4	14,4	-1,9	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Feb ^(p)	6,8	9,3	0,6	9,0	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-2,9	4,4	5,6	-0,1	-4,7

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

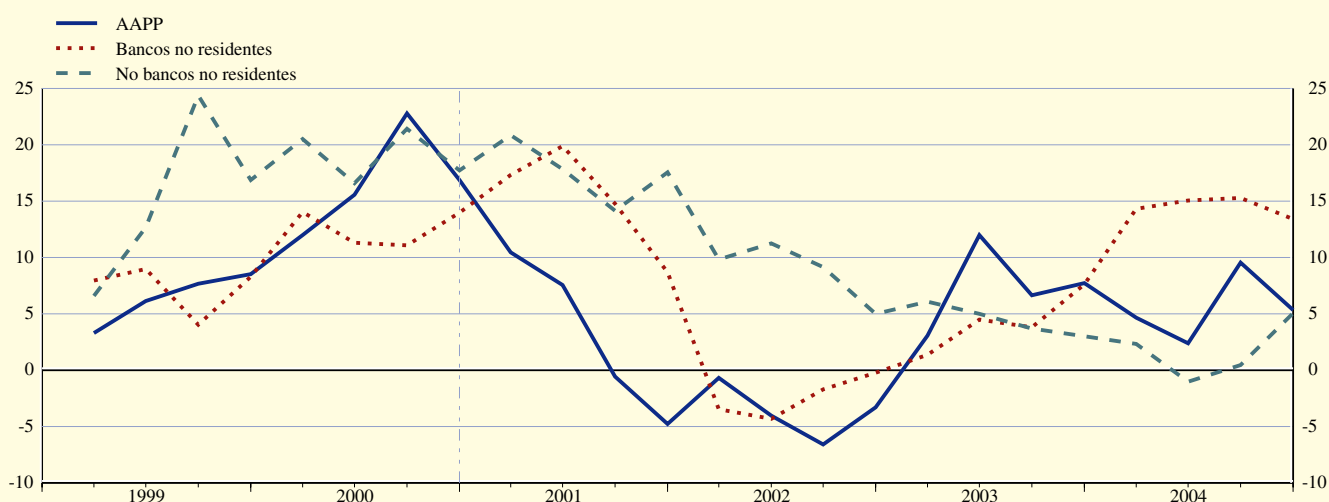
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 I	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
II	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
III	288,2	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
IV ^(p)	283,4	138,9	30,6	69,6	44,4	2.429,6	1.747,4	682,3	103,8	578,5
Operaciones										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	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	-4,9	-10,3	2,3	1,9	1,2	6,9	-4,6	11,5	3,1	8,4
IV ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,8	63,0	46,4	16,4	-1,7	18,1
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Mar	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Jun	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sep	9,5	13,2	5,1	3,3	11,4	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dic ^(p)	5,3	4,6	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

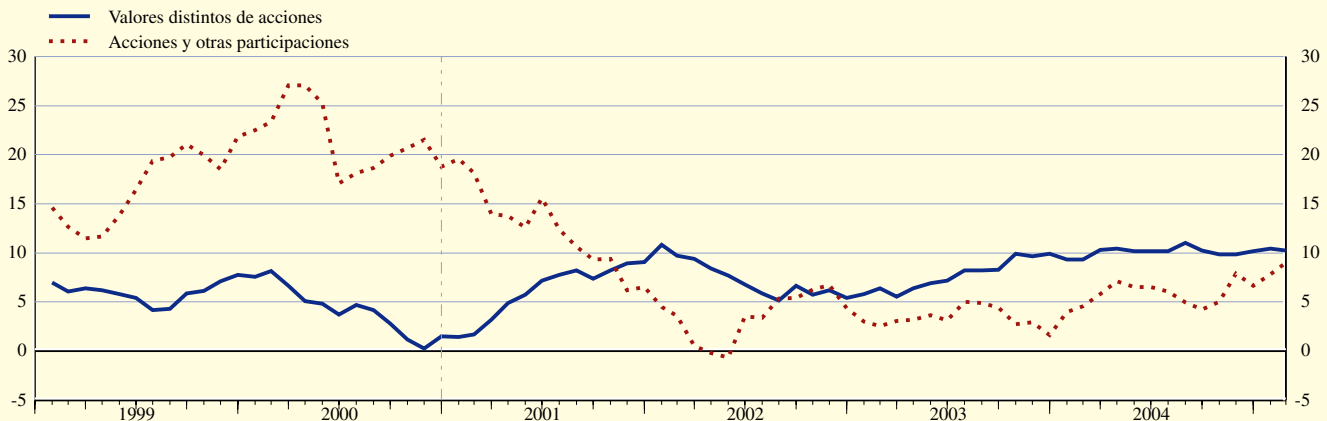
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 I	3.767,6	1.280,9	60,9	1.283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1.115,8	285,7	640,7	189,5
II	3.854,7	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,8	294,7	654,0	206,0
III	3.912,6	1.323,0	62,9	1.330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1.127,2	286,6	634,0	206,6
2004 Oct	3.941,0	1.344,2	62,2	1.323,0	20,3	432,8	17,6	740,9	1.134,8	287,4	637,6	209,8
Nov	3.970,1	1.353,6	61,3	1.327,6	18,4	438,9	17,2	753,0	1.176,2	294,2	650,5	231,5
Dic	3.935,2	1.364,8	59,5	1.280,0	15,8	449,0	16,3	749,8	1.159,2	289,3	656,2	213,8
2005 Ene	4.033,1	1.364,8	65,4	1.317,7	18,9	452,2	16,5	797,5	1.193,4	293,4	669,5	230,6
Feb ^(p)	4.069,7	1.378,6	64,5	1.345,9	18,0	462,1	16,0	784,7	1.216,1	294,4	672,5	249,2
Operaciones												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	324,6	90,9	4,1	78,9	0,8	52,3	1,7	95,8	16,1	7,2	19,5	-10,5
2004 I	156,7	61,3	1,3	45,1	1,4	4,8	-1,1	43,9	44,7	6,1	24,6	14,0
II	89,4	15,2	1,7	44,2	0,0	13,9	0,1	14,3	26,1	6,3	8,3	11,5
III	67,7	30,8	1,5	-1,0	-1,2	-1,9	-0,2	39,8	-26,3	-7,9	-19,7	1,4
2004 Oct	35,7	20,9	0,2	-7,4	4,7	2,7	0,3	14,3	5,6	0,4	2,8	2,5
Nov	41,6	9,1	0,4	4,3	-1,4	5,7	0,2	23,2	38,7	5,9	12,1	20,8
Dic	-25,3	11,4	-0,6	-48,3	-2,2	10,8	-0,5	4,2	-17,8	-5,4	5,8	-18,2
2005 Ene	79,7	3,8	4,1	33,3	2,5	3,5	-0,4	32,8	31,5	3,5	12,5	15,5
Feb ^(p)	43,2	13,4	-0,4	28,7	-0,7	10,2	-0,3	-7,7	19,8	0,3	1,4	18,2
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,6	2,7	3,5	-5,7
2004 Mar	10,3	9,6	5,3	7,2	5,1	10,8	3,8	18,8	5,8	6,3	7,5	-0,2
Jun	10,1	9,5	6,6	8,5	9,7	10,2	1,5	15,3	6,5	6,4	5,3	11,1
Sep	10,3	10,7	12,5	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,6	4,2	2,7	3,2	9,8
2004 Oct	9,9	11,4	11,1	4,1	33,2	6,7	-2,7	20,2	5,0	2,2	4,4	11,1
Nov	9,9	11,5	9,9	3,5	21,5	6,8	-3,2	21,7	7,9	4,6	4,8	23,4
Dic	10,2	12,2	7,6	3,0	8,0	8,7	-7,0	21,9	6,6	1,9	5,5	18,2
2005 Ene	10,4	11,3	10,5	4,4	24,0	9,6	-2,8	20,9	7,8	1,8	6,3	22,6
Feb ^(p)	10,3	10,5	16,0	5,1	19,2	11,0	-6,8	18,9	9,0	1,9	6,2	29,3

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-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
III	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6
2004 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	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,1	-0,8
2005 Ene	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,6
Feb ^(p)	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4

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	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 I	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
II	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
III	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
2004 Oct	-0,6	-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	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-0,2	0,0	-0,2
2005 Ene	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
Feb ^(p)	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1

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	-0,9	-0,3	3,0	0,0	-1,2	-0,1	-1,8	19,4	8,0	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	-8,5	-0,8	0,0	-5,0	-0,1	-0,8	0,0	-2,0	0,1	-0,7	0,1	0,7
III	2,2	-0,6	-0,1	1,5	0,0	0,7	0,0	0,6	-1,5	-0,1	-0,5	-0,9
2004 Oct	0,5	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,2	0,7	0,8	0,7
Nov	0,7	0,5	-0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,7	1,0	0,8	0,9
Dic	0,3	0,0	-0,1	1,4	-0,1	-1,2	0,0	0,3	2,4	0,6	1,4	0,5
2005 Ene	5,7	0,0	0,1	4,4	0,1	-0,2	0,1	1,3	3,2	0,5	1,3	1,4
Feb ^(p)	-1,7	0,5	0,0	-1,4	0,0	-0,2	0,0	-0,4	2,8	0,7	1,7	0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
III	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
IV ⁴⁾	4.681,0	91,4	8,6	5,2	0,4	1,4	1,1	6.777,3	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 I	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
II	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	1.764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
IV ⁴⁾	1.747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

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

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
IV ⁴⁾	3.654,9	84,6	15,4	7,8	1,6	1,9	2,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I	4.224,6	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
II	4.296,2	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
III	4.356,4	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
IV ^(p)	4.439,1	-	-	-	-	-	8.364,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	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	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
IV ^(p)	1.336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 I	1.341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1.735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
II	1.359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.794,1	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
III	1.385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1.793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
IV ^(p)	1.424,3	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.761,1	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 I	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
II	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
III	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
IV ^(p)	344,1	49,9	50,1	28,9	1,0	0,6	17,1	405,7	44,9	55,1	30,5	8,1	0,8	9,3

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
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 ^(p)	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

2. Pasivo

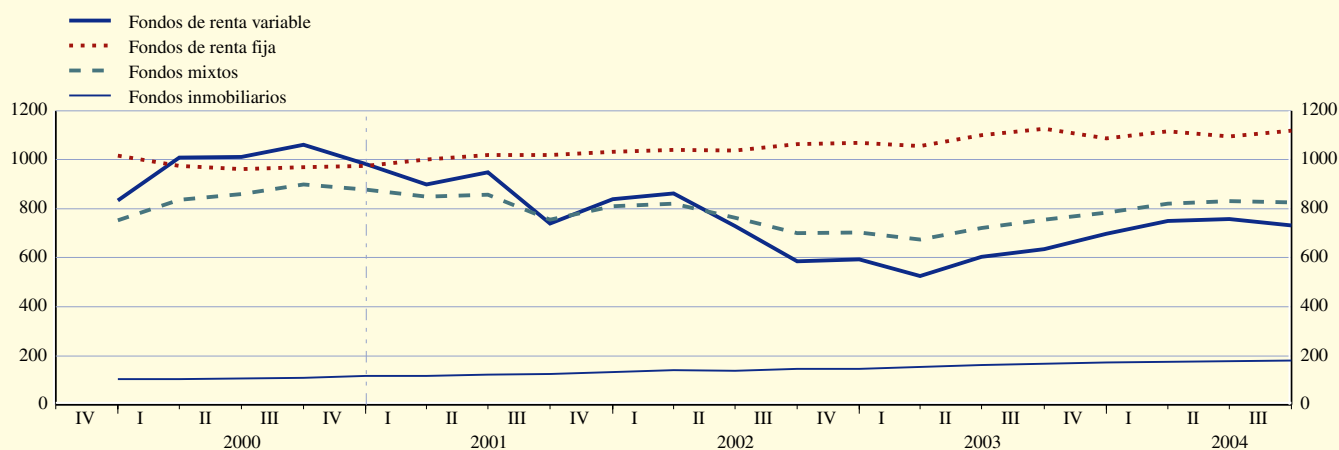
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
II	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
III ^(p)	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2003 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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 ^(p)	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 3	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Adm. Central en las IFM de la zona del euro 9	Depósitos en las no IFM ¹⁾ 10	11	
				Total 4	A la vista 5	A plazo 6	Con preaviso 7					Cesiones temporales 8
Saldos vivos											
2003 II	15.050,0	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,8
III	15.150,6	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,4
IV	15.553,7	5.881,9	352,4	5.183,1	2.027,4	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	192,8	348,7
2004 I	15.751,2	5.915,3	350,8	5.180,6	2.020,5	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	395,2
II	16.024,8	6.052,4	372,0	5.263,9	2.101,1	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,6
III	16.080,4	6.078,0	383,5	5.284,4	2.104,2	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	206,0	388,5
Operaciones											
2003 II	206,8	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,3
III	129,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,2
IV	150,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 I	132,7	30,9	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	40,7
II	285,9	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,9
III	108,5	29,9	11,5	24,8	4,7	5,4	11,3	3,4	-19,7	13,3	0,9
Tasas de crecimiento											
2003 II	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	22,6
III	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,5
IV	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5
2004 I	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	24,8
II	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,1
III	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,1	15,5

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total 12	A corto plazo 13	A largo plazo 14	Total 15	Acciones cotizadas 16	Participaciones en fondos de inversión 17	Participaciones en fondos del mercado monetario 18	Total 19	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones 20	Reservas para primas y reservas para siniestros 21
Saldos vivos										
2003 II	1.936,3	165,6	1.770,7	3.587,9	1.751,5	1.836,4	404,6	3.767,7	3.399,5	368,1
III	1.927,6	166,6	1.760,9	3.624,6	1.764,0	1.860,6	408,7	3.835,6	3.464,2	371,4
IV	1.900,4	178,6	1.721,8	3.887,2	2.006,9	1.880,2	406,5	3.884,2	3.509,4	374,8
2004 I	1.915,2	179,7	1.735,5	3.976,2	2.047,5	1.928,7	420,8	3.944,5	3.562,0	382,5
II	1.954,7	197,5	1.757,2	4.024,9	2.109,3	1.915,6	423,9	3.992,8	3.607,7	385,1
III	1.958,7	191,9	1.766,8	3.995,0	2.087,6	1.907,4	424,3	4.048,8	3.660,8	388,0
Operaciones										
2003 II	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	60,9	57,4	3,5
III	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	59,4	57,1	2,3
IV	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	43,3	41,5	1,8
2004 I	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	68,4	60,7	7,7
II	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,5	51,1	48,5	2,7
III	0,3	-5,8	6,1	19,1	17,7	1,4	-2,2	59,1	56,2	2,9
Tasas de crecimiento										
2003 II	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,3	6,7	2,6
III	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,4	6,9	2,4
IV	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,6	6,9	3,7
2004 I	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,2
II	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,9
III	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,1

Fuente: BCE.

- 1) Incluye los depósitos en las Administraciones Centrales de la zona del euro (S.1311 del SEC 95), otros intermediarios financieros (S.123 del SEC 95) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125 del SEC 95).
- 2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2003 II	16.188,4	8.243,6	7.236,1	877,7	70,0	807,7	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
III	16.257,4	8.328,4	7.293,7	886,5	71,1	815,4	3.657,6	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
IV	16.586,2	8.468,7	7.396,6	957,2	81,0	876,2	3.660,2	1.164,3	2.495,9	3.851,2	287,4	3.563,8	266,6
2004 I	16.930,1	8.521,4	7.465,7	961,8	85,0	876,8	3.654,7	1.160,7	2.494,0	3.905,0	281,7	3.623,3	305,6
II	17.146,7	8.669,2	7.596,3	954,6	90,5	864,1	3.698,2	1.167,8	2.530,4	4.016,4	293,9	3.722,5	304,6
III	17.224,7	8.747,4	7.674,0	949,8	89,1	860,7	3.701,0	1.149,5	2.551,4	4.096,6	290,7	3.805,9	298,3
Operaciones													
2003 II	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,4
III	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,9
IV	119,0	112,9	118,4	22,3	9,9	12,4	17,0	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 I	199,1	49,9	76,1	6,0	4,0	2,1	-14,0	-6,5	-7,5	57,9	-4,2	62,1	33,6
II	264,5	153,2	134,4	-8,8	5,5	-14,3	67,1	13,1	54,0	95,0	8,9	86,1	-1,4
III	137,5	82,9	86,1	-4,4	-1,4	-3,0	4,6	-15,6	20,2	82,7	-2,8	85,5	-1,4
Tasas de crecimiento													
2003 II	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,6
III	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	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	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 I	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,0	3,3	7,5	0,4	8,1	22,4
II	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,2
III	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,6	10,7

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
Saldos vivos										
2003 II	5.003,8	4.415,4	564,2	3.851,2	588,4	166,4	422,0	2.449,8	205,7	285,6
III	4.991,9	4.407,3	558,3	3.849,0	584,6	165,2	419,4	2.473,0	174,3	289,8
IV	4.919,2	4.328,2	539,7	3.788,5	591,0	164,3	426,7	2.726,3	181,7	290,4
2004 I	5.091,1	4.494,8	577,2	3.917,6	596,3	180,7	415,6	2.834,2	189,0	294,4
II	5.153,9	4.544,0	594,5	3.949,5	609,9	192,3	417,6	2.843,0	181,9	298,7
III	5.216,0	4.602,6	588,4	4.014,1	613,4	188,2	425,2	2.763,5	195,0	302,9
Operaciones										
2003 II	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2
III	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2
IV	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1
2004 I	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0
II	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3
III	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	13,1	4,3
Tasas de crecimiento										
2003 II	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8
III	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8
IV	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0
2004 I	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9
II	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8
III	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,8	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 II	3.460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1.398,3	55,8	1.342,4
III	3.513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1.419,8	58,7	1.361,2
IV	3.623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1.447,7	59,9	1.387,8
2004 I	3.772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1.516,2	57,7	1.458,5
II	3.798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1.523,3	54,1	1.469,2
III	3.860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1.579,8	62,9	1.516,8
	Operaciones											
2003 II	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
III	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
IV	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 I	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
II	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
III	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
	Tasas de crecimiento											
2003 II	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
III	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
IV	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 I	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
II	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
III	6,8	7,5	6,9	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Principales activos financieros						Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros			
					13	14			15	16			17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Saldos vivos														
2003 II	1.072,7	472,9	599,7	64,4	113,8	3.734,3	60,6	44,8	18,4	163,7	3.491,6	2.970,8	520,8		
III	1.106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3.801,7	62,7	44,3	19,0	165,2	3.554,9	3.029,2	525,7		
IV	1.188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3.863,2	51,9	35,4	20,9	190,5	3.600,0	3.069,7	530,3		
2004 I	1.241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3.930,9	61,6	46,3	21,7	191,5	3.656,1	3.115,0	541,1		
II	1.253,4	556,4	697,1	63,8	120,7	3.984,2	69,6	53,7	22,1	193,9	3.698,6	3.154,3	544,2		
III	1.246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4.025,9	69,5	52,5	20,5	186,4	3.749,5	3.200,9	548,6		
	Operaciones														
2003 II	15,6	3,9	11,6	4,6	2,1	62,1	-0,3	2,3	0,1	4,5	57,8	51,1	6,6		
III	14,1	4,9	9,2	-4,2	1,4	58,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,7	50,9	4,8		
IV	22,8	7,0	15,8	4,2	1,5	33,9	-10,8	-8,9	1,8	5,0	37,9	33,9	4,0		
2004 I	23,6	2,0	21,7	-0,6	3,2	76,8	9,6	10,8	0,4	0,8	66,0	54,1	11,9		
II	0,8	-8,5	9,2	0,1	0,9	54,8	7,6	7,0	0,5	0,1	46,6	42,4	4,2		
III	0,6	2,4	-1,7	-0,3	1,9	56,2	-0,1	-1,1	-1,2	2,1	55,4	50,0	5,4		
	Tasas de crecimiento														
2003 II	3,5	-0,5	7,1	23,0	5,8	5,9	0,8	4,5	-0,8	1,5	6,4	6,9	4,0		
III	4,9	0,1	8,7	18,1	4,6	6,3	6,7	9,4	2,8	2,8	6,5	7,0	3,6		
IV	5,8	2,6	8,3	11,6	6,9	6,7	12,9	12,7	12,6	6,2	6,6	6,9	4,9		
2004 I	7,8	4,3	10,3	6,5	7,3	6,4	0,9	8,5	15,4	8,3	6,4	6,5	5,3		
II	5,7	1,1	9,3	-1,0	6,2	6,0	14,0	18,8	17,6	3,6	5,9	6,1	4,8		
III	4,3	0,6	7,3	5,4	6,5	5,8	10,2	17,5	8,1	4,8	5,8	6,0	4,8		

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,5	1.137,7	-797,1	9,9	0,0	1.938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4
1998	411,5	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,6	1.290,5	-863,7	21,6	0,2	3.113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8
2000	485,7	1.389,6	-913,1	25,9	-16,7	2.911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,4
2001	459,8	1.441,3	-973,6	-10,0	2,0	2.597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9
2002	389,0	1.428,1	-1.021,9	-18,3	1,1	2.311,3	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,1
2003	391,8	1.440,3	-1.054,6	5,6	0,5	2.423,7	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	40,5

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,5	1.478,6	-1.021,9	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	422,8	1.472,3	-1.054,6	5,1	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,2	-597,5	356,5	69,3	-57,9	107,6	191,3	76,1	645,9	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,5	482,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,5	671,8	213,2	211,1	4.712,2	14,3
2003	166,8	461,7	-291,1	531,7	224,2	16,6	83,6	229,8	438,3	695,7	260,2	257,9	4.855,5	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

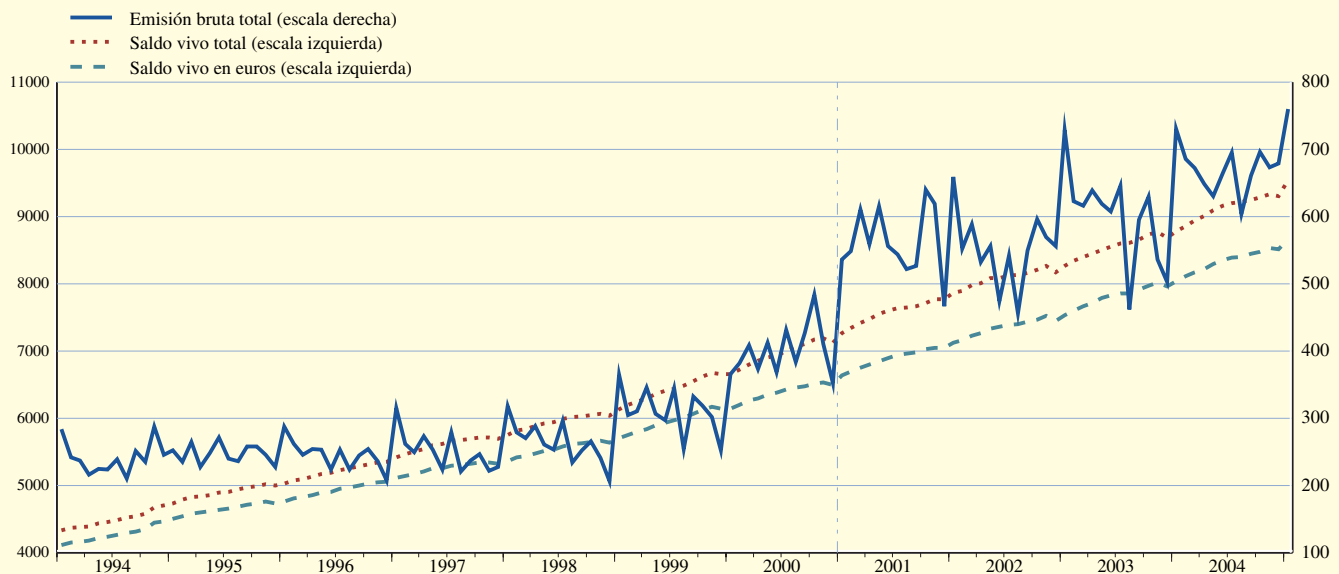
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2004 Ene	9.270,2	738,5	664,5	74,0	8.782,3	730,8	643,8	87,0	91,5	94,2	94,8	78,6
Feb	9.346,1	698,5	622,8	75,7	8.858,5	685,5	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
Mar	9.453,6	717,6	609,9	107,7	8.943,0	672,8	598,2	74,7	91,3	92,7	95,3	53,8
Abr	9.480,0	649,0	624,5	24,6	9.011,0	648,7	586,8	61,9	91,2	93,3	95,0	47,3
May	9.580,2	649,3	549,4	99,9	9.094,0	631,0	543,3	87,6	91,2	93,9	94,9	76,7
Jun	9.689,6	711,0	600,6	110,4	9.162,1	664,5	596,4	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
Jul	9.709,3	707,8	686,3	21,5	9.203,8	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
Ago	9.739,2	619,7	589,8	29,9	9.215,3	603,6	589,5	14,1	91,2	94,7	94,8	13,3
Sep	9.849,9	724,8	614,2	110,6	9.247,4	660,9	619,3	41,6	91,3	94,9	94,5	42,1
Oct	9.872,6	711,3	689,9	21,4	9.282,1	695,9	655,8	40,1	91,3	93,7	94,9	29,9
Nov	9.962,3	702,9	618,1	84,9	9.333,3	673,1	614,8	58,3	91,4	94,3	94,3	55,4
Dic	9.970,7	706,1	698,1	7,9	9.306,7	679,1	699,0	-19,9	91,5	95,3	95,3	-18,4
2005 Ene	.	.	.	.	9.541,9	759,6	670,6	89,0	90,8	93,8	95,7	71,1
A largo plazo												
2004 Ene	8.398,5	195,8	136,7	59,1	7.907,8	178,4	138,2	40,2	91,6	92,9	90,9	40,1
Feb	8.483,8	193,5	109,2	84,2	7.990,5	182,7	98,8	83,9	91,7	92,2	88,0	81,5
Mar	8.544,7	213,5	152,0	61,6	8.054,9	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,6
Abr	8.586,3	163,8	123,9	39,8	8.106,0	155,5	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
May	8.688,4	174,7	71,9	102,8	8.190,3	156,5	67,6	88,9	91,3	89,3	90,8	78,3
Jun	8.775,8	204,2	118,8	85,3	8.264,0	181,1	111,1	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
Jul	8.811,5	190,3	153,1	37,2	8.299,4	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
Ago	8.837,7	87,2	61,3	25,8	8.313,9	75,3	59,3	16,0	91,2	86,9	91,6	11,2
Sep	8.930,4	191,4	100,1	91,4	8.361,6	156,8	102,8	54,0	91,3	91,6	88,9	52,3
Oct	8.964,6	173,6	139,8	33,8	8.380,0	157,7	131,9	25,9	91,3	88,1	93,7	15,4
Nov	9.037,8	168,0	97,8	70,2	8.431,0	154,5	95,1	59,4	91,4	89,1	92,2	49,9
Dic	9.066,7	148,4	120,3	28,2	8.442,1	135,3	116,2	19,2	91,5	91,9	90,4	19,4
2005 Ene	.	.	.	.	8.602,3	194,4	127,3	67,1	91,1	89,5	94,1	54,3

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

(mm de euros)



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

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

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

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

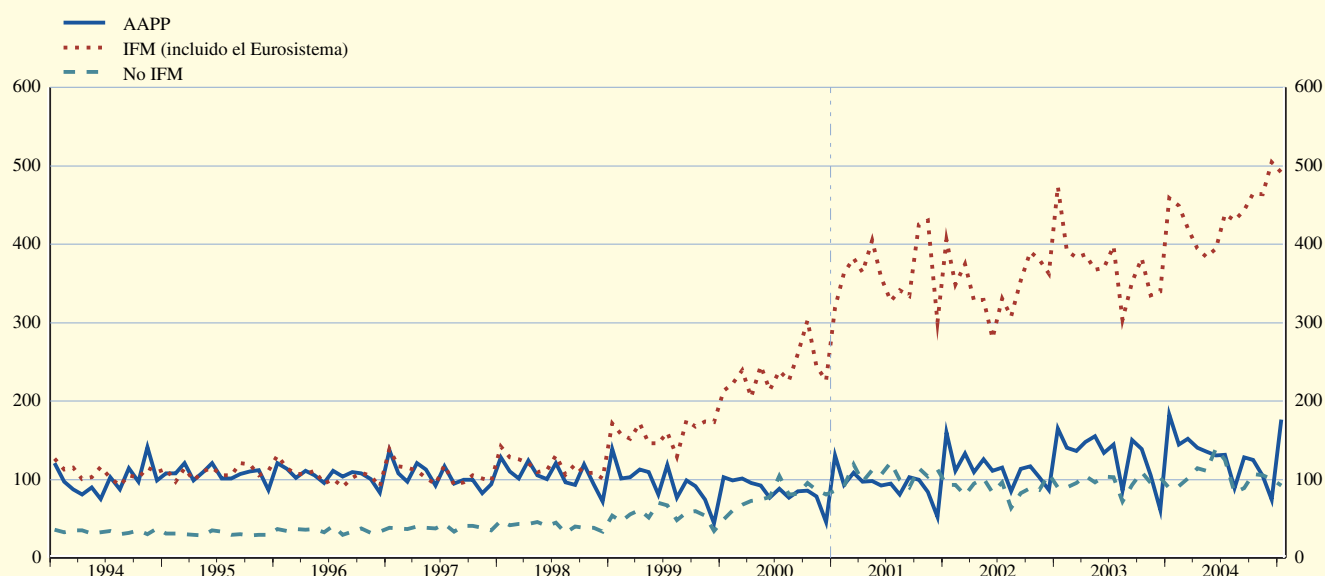
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo ¹⁾					
	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					
2003	7.205,3	4.485,6	244,7	909,6	1.478,8	86,5	1.284,8	414,3	113,7	88,9	626,4	41,4
2004	8.041,0	5.247,4	228,7	1.026,8	1.457,1	81,0	1.191,0	406,3	75,5	59,8	614,0	35,3
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	1.944,1	1.172,8	64,0	300,4	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
III	1.959,6	1.313,2	41,7	255,5	333,2	16,0	248,2	86,6	10,3	14,3	130,9	6,1
IV	2.048,1	1.432,9	84,8	227,5	283,4	19,5	258,2	92,8	26,7	14,2	116,6	8,0
2004 Oct	695,9	464,4	20,9	85,9	119,1	5,6	93,5	28,0	6,4	8,2	49,0	1,8
Nov	673,1	463,9	30,5	74,6	95,4	8,8	94,4	33,1	13,4	3,2	40,3	4,3
Dic	679,1	504,6	33,5	67,0	68,9	5,1	70,3	31,6	6,8	2,7	27,3	1,9
2005 Ene	759,6	491,4	9,8	82,1	166,2	10,1	141,6	44,2	4,0	3,6	82,9	6,9
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a largo plazo					
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,6	336,7	89,5	11,7	53,3	16,4
2004	6.144,0	4.381,9	43,9	930,5	755,6	32,1	616,1	402,0	109,1	31,7	59,7	13,5
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	159,6	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
III	1.554,1	1.118,7	10,8	230,3	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
IV	1.600,5	1.222,3	12,0	204,4	154,7	7,1	173,9	104,4	46,1	7,4	11,7	4,4
2004 Oct	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,2	59,4	38,7	10,3	1,9	7,0	1,6
Nov	518,6	393,1	4,3	68,1	50,4	2,7	55,8	34,1	12,7	2,6	4,7	1,7
Dic	543,8	435,6	3,5	61,3	41,2	2,3	58,7	31,6	23,2	2,9	0,0	1,0
2005 Ene	565,2	409,2	4,2	77,3	72,1	2,3	44,7	33,5	1,6	1,1	7,5	0,9

C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



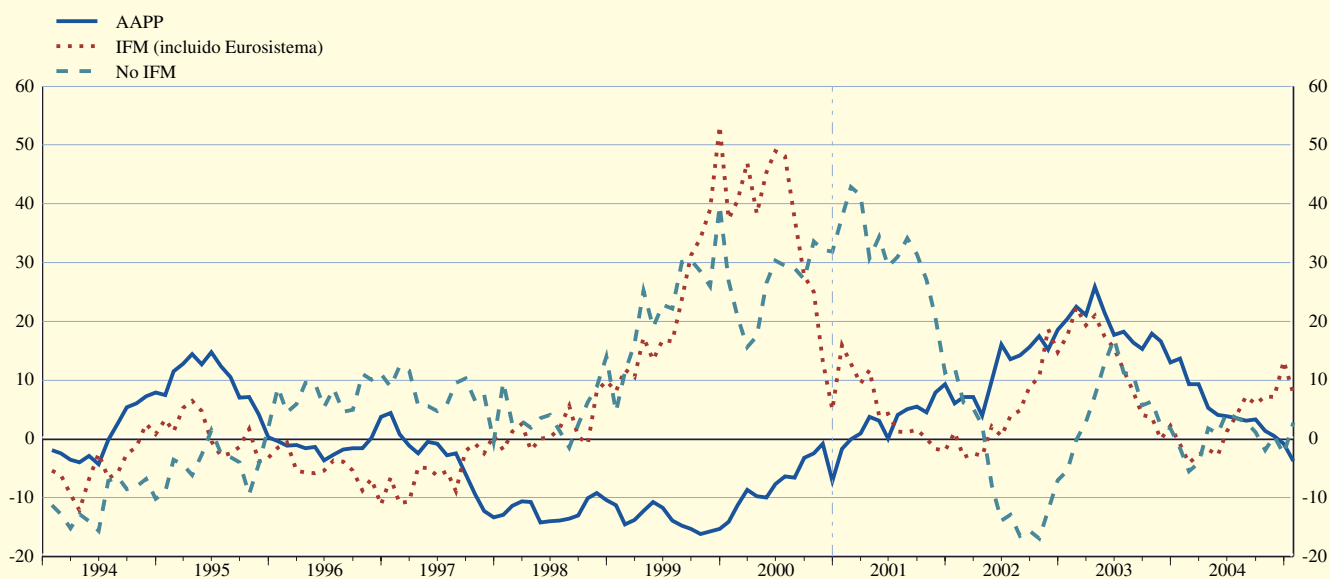
Fuente: BCE.

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 euro¹⁾
(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												
2003	6,8	5,1	25,8	8,6	4,5	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,0	8,0	15,1	3,7	4,9	17,5	3,2	2,2	-9,6	0,8	4,9	28,7
2004 I	6,9	6,3	20,5	6,0	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
II	7,0	8,0	15,5	2,3	5,0	18,5	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
III	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,0	4,9	-10,7	4,0	3,1	30,6
IV	6,9	9,0	11,9	3,0	4,6	14,4	3,7	8,0	8,9	-1,3	0,5	66,6
2004 Ago	7,4	8,9	13,0	3,4	5,4	16,8	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
Sep	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	5,9	6,2	0,9	2,8	65,4
Oct	6,7	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,4	7,2	4,5	-2,2	0,9	63,5
Nov	6,8	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,3	7,1	7,7	0,0	-0,2	78,5
Dic	7,3	9,5	13,2	1,6	4,9	14,1	5,0	13,2	22,3	-4,1	-1,3	50,3
2005 Ene	7,2	9,0	13,1	3,4	5,0	14,8	1,9	7,6	23,3	1,6	-4,1	30,1
En euros												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,9	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	28,1
2004 I	6,7	5,3	24,5	6,0	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
II	6,6	6,7	19,1	1,5	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
III	6,9	7,1	17,2	2,4	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,3	3,0	26,6
IV	6,5	7,7	15,4	1,9	4,6	14,5	3,5	7,9	3,9	-0,1	0,6	72,6
2004 Ago	7,0	7,2	17,0	2,2	5,5	16,8	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
Sep	6,7	7,8	14,7	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
Oct	6,4	7,6	14,4	2,1	4,4	14,4	3,1	6,7	0,3	-1,3	1,1	68,5
Nov	6,4	7,4	16,1	2,1	4,5	14,2	3,3	7,5	2,6	1,2	-0,1	92,7
Dic	7,0	8,5	16,6	0,5	4,8	14,4	5,1	15,0	15,1	-2,6	-1,4	48,5
2005 Ene	6,8	7,6	16,6	2,7	4,8	14,9	2,1	8,8	17,4	3,8	-4,0	26,9

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.

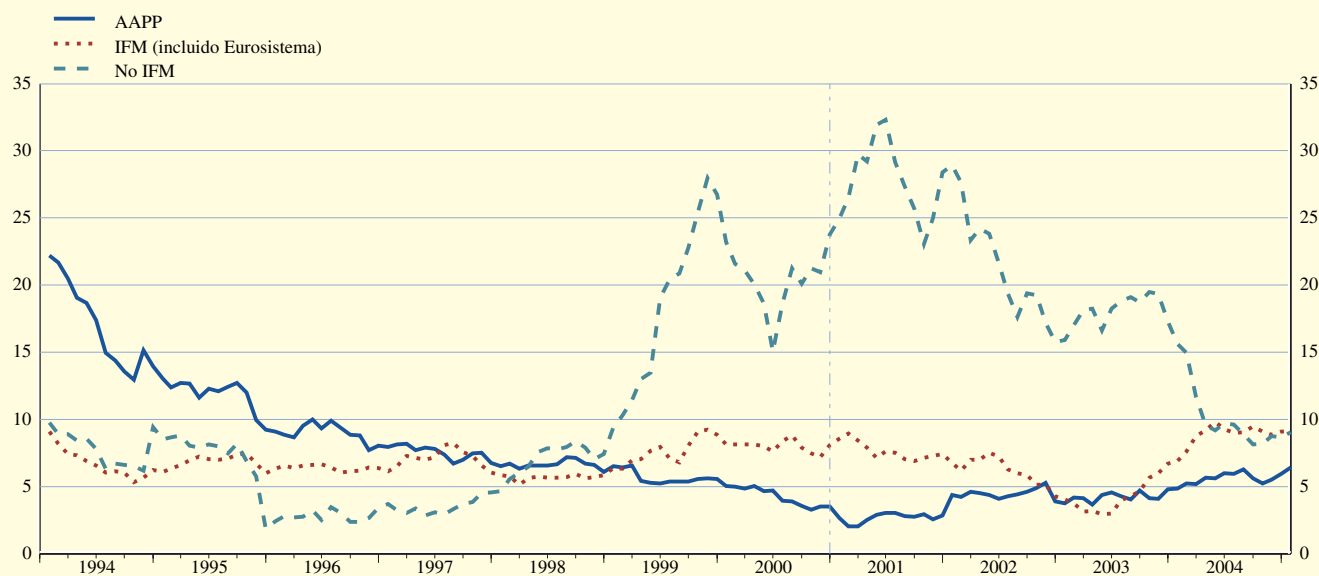
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(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	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,8	8,3	53,4	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,0	3,0	7,6	3,2	5,7	14,7	16,5	18,3	29,7	8,2	0,4	26,5
2004 I	5,6	3,0	12,6	8,6	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,9	-4,4	33,5
II	5,4	3,8	9,5	2,6	5,8	15,2	16,1	18,8	27,9	-2,4	0,8	30,2
III	4,9	3,0	4,9	1,2	6,1	13,5	17,9	19,0	29,6	18,3	3,0	25,2
IV	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,1	18,0	20,0	25,0	29,5	2,1	18,8
2004 Ago	4,8	2,7	4,0	0,7	6,3	14,4	18,5	19,4	30,6	20,2	4,3	23,7
Sep	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	25,0	24,9	0,3	20,1
Oct	4,2	2,2	3,5	1,7	5,4	11,9	17,7	20,4	24,3	26,8	0,1	18,7
Nov	4,1	1,8	4,9	0,4	5,5	11,6	18,6	20,4	25,0	32,5	3,6	19,1
Dic	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,5	18,4	19,0	26,4	33,6	4,8	17,2
2005 Ene	4,9	3,0	5,3	-0,5	6,1	14,6	18,4	18,5	25,2	30,5	9,1	14,3
En euros												
2003	4,6	0,1	20,6	12,2	4,2	21,3	8,9	7,7	53,3	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	11,9	1,9	5,8	14,7	16,0	17,6	29,8	8,5	0,3	25,4
2004 I	5,4	1,6	17,1	8,2	5,4	17,7	13,4	14,4	37,5	-6,1	-4,6	31,9
II	5,1	2,0	13,9	1,1	5,8	15,0	15,7	18,2	27,9	-0,4	0,8	28,8
III	4,7	1,2	9,2	-0,4	6,2	13,8	17,2	18,1	29,9	15,8	3,1	24,1
IV	4,0	0,3	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,5	19,4	25,4	27,0	2,0	18,2
2004 Ago	4,7	0,8	8,3	-0,9	6,4	14,8	17,8	18,4	30,9	16,9	4,4	22,6
Sep	4,4	1,3	7,5	-0,5	5,9	13,6	16,7	19,2	25,2	22,2	0,2	19,0
Oct	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,5	17,0	19,9	24,6	23,9	0,1	17,8
Nov	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,4	29,8	3,6	18,2
Dic	4,2	0,7	8,9	-2,9	5,9	12,7	17,8	18,1	26,7	32,2	4,9	18,0
2005 Ene	4,4	0,8	9,6	-1,9	5,9	14,7	17,8	17,4	25,6	29,2	9,3	15,0

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.

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

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

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

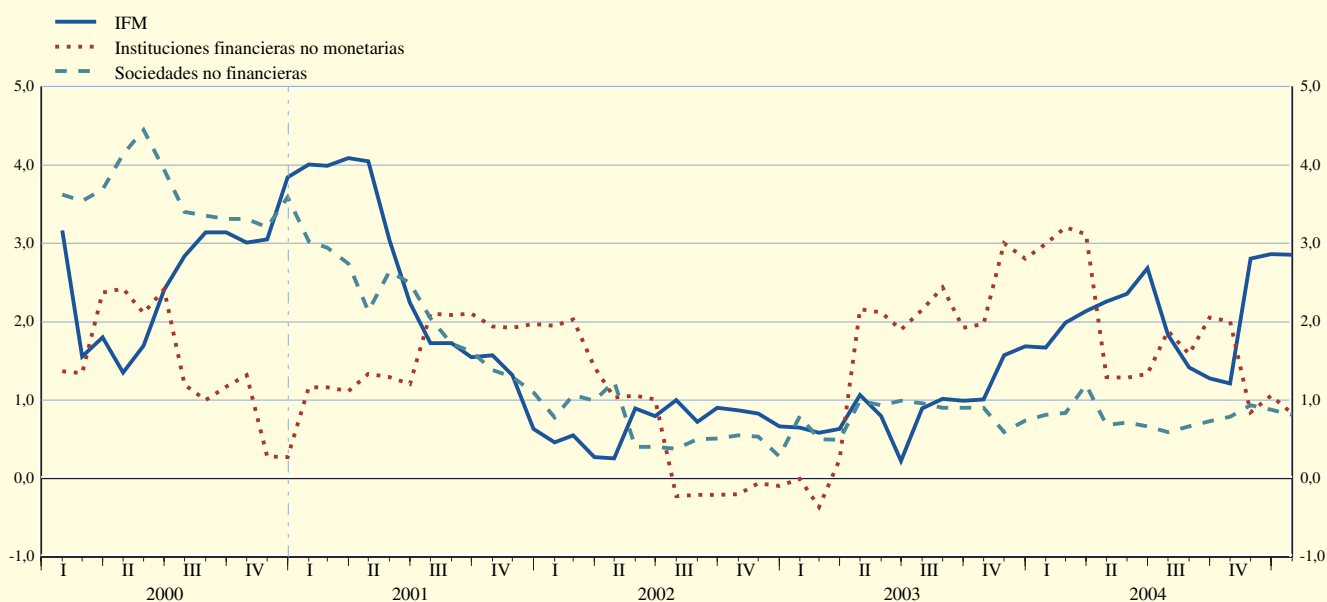
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	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
2003 Ene	2.978,4	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,5	0,8
Feb	2.885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2.189,0	0,5
Mar	2.763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,3	0,5
Abr	3.113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.349,8	1,0
May	3.145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,7	0,9
Jun	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
Jul	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,6	1,0
Ago	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
Sep	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
Oct	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
Nov	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
Dic	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 Ene	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
Mar	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
Abr	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
Jul	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,0	0,8
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2.896,2	0,9
Dic	4.034,6	102,6	1,2	643,7	2,9	406,4	1,1	2.984,4	0,9
2005 Ene	4.135,6	102,6	1,1	662,6	2,9	409,3	0,8	3.063,7	0,8

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 euro¹⁾

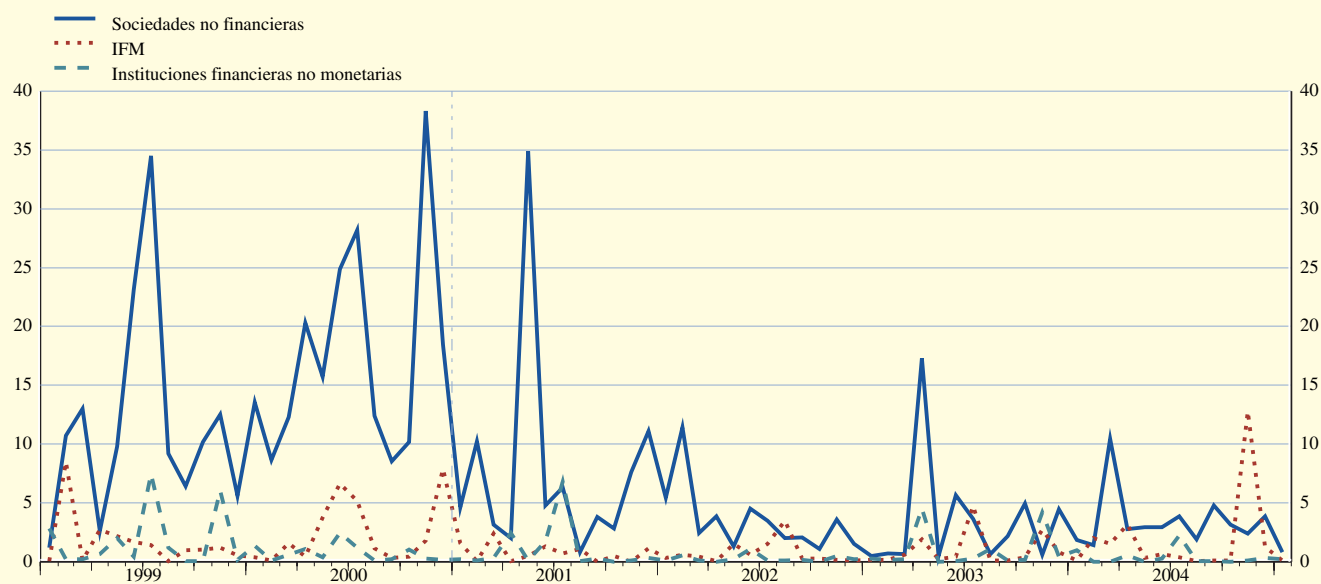
(mm de euros; valores de mercado)

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
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	1,6	-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	3,2	0,4	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,3	2,8
Nov	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
Dic	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4
2005 Ene	1,1	1,8	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,8	-1,0

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 ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 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	2,60	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	2,56	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	1,99	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
Dic	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02
2005 Ene	0,73	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,25	2,05

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	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
2004 Feb	9,81	6,89	7,06	8,49	8,11	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
Mar	9,72	6,91	6,90	8,37	7,97	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
Abr	9,73	6,92	6,64	8,30	7,77	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
May	9,69	6,82	6,77	8,27	7,87	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Jun	9,56	6,58	6,74	8,42	7,87	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Jul	9,58	6,63	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Ago	9,62	7,07	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sep	9,60	6,91	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Oct	9,53	6,79	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov	9,48	6,88	6,85	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
Dic	9,52	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Ene	9,61	6,98	6,85	8,32	8,06	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,86	4,65	4,63

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2004 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	3,28	4,37
Abr		5,51	3,88	4,75	4,70	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	4,46
Oct		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
Nov		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
Dic		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Ene		5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,08

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)

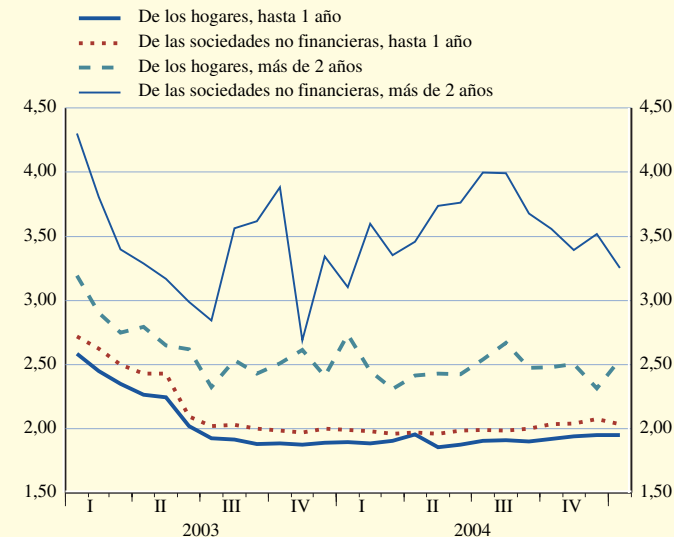
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Feb	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,08	4,22	1,97
Mar	0,70	1,92	3,32	2,00	2,60	0,86	2,07	4,17	1,93
Abr	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,08	4,17	1,92
May	0,70	1,89	3,28	2,00	2,56	0,86	2,07	4,15	1,93
Jun	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,08	4,12	1,94
Jul	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,09	4,11	1,96
Ago	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,12	4,03	1,97
Sep	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	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	3,86	2,00
Dic	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,78	2,02
2005 Ene	0,73	1,89	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,69	2,01

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	
2004 Feb	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,63	4,06	4,58	
Mar	4,98	4,82	5,03	8,05	7,16	5,89	4,57	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	7,98	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55	
Jun	4,87	4,69	4,97	7,92	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	3,96	4,48	
Dic	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44	
2005 Ene	4,66	4,45	4,79	8,07	6,98	5,77	4,42	3,90	4,41	

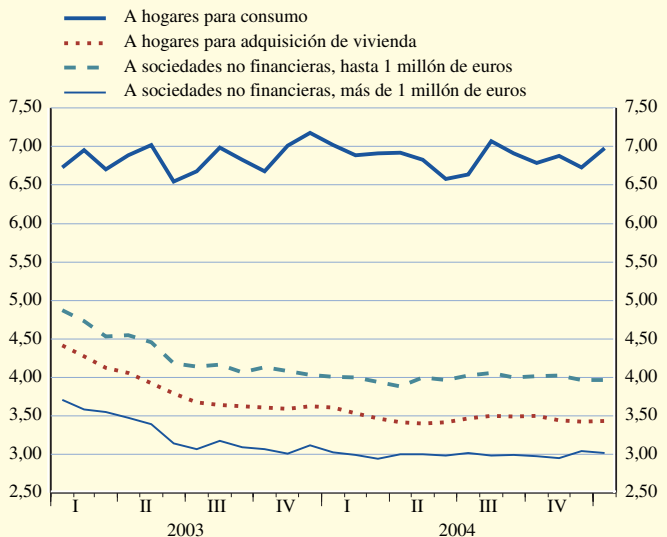
C19 Nuevos depósitos a plazo

(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.

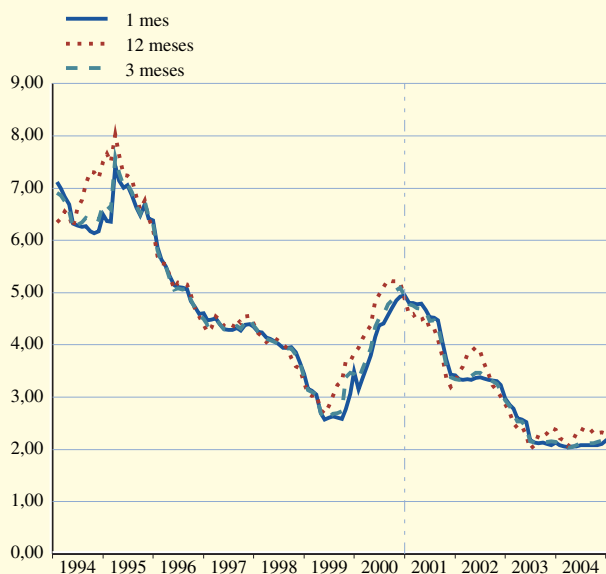
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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
2005 I	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2004 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
Feb	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
Mar	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05

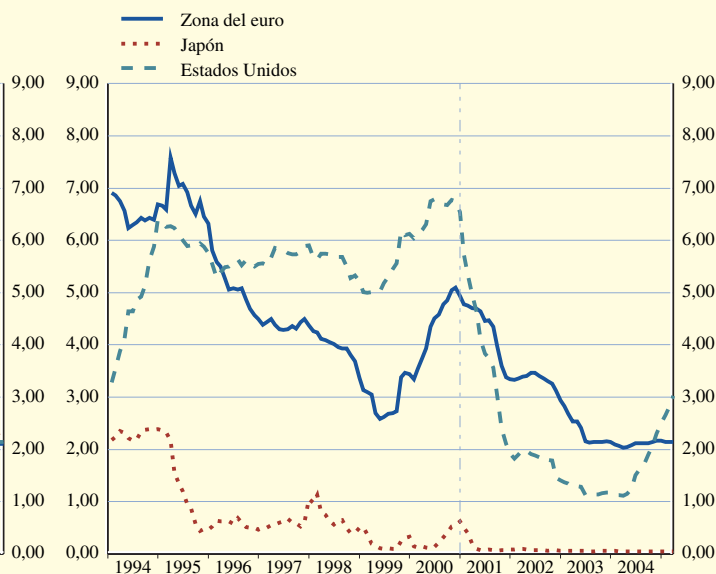
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(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.

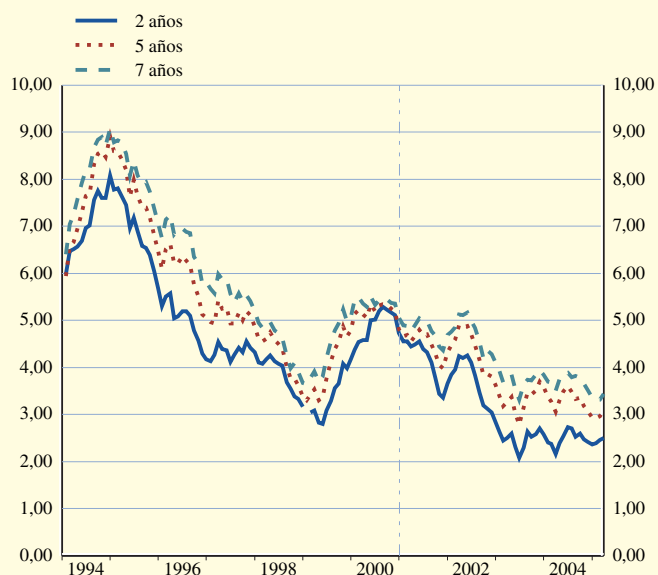
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
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
2005 I	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2004 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
Feb	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
Mar	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45

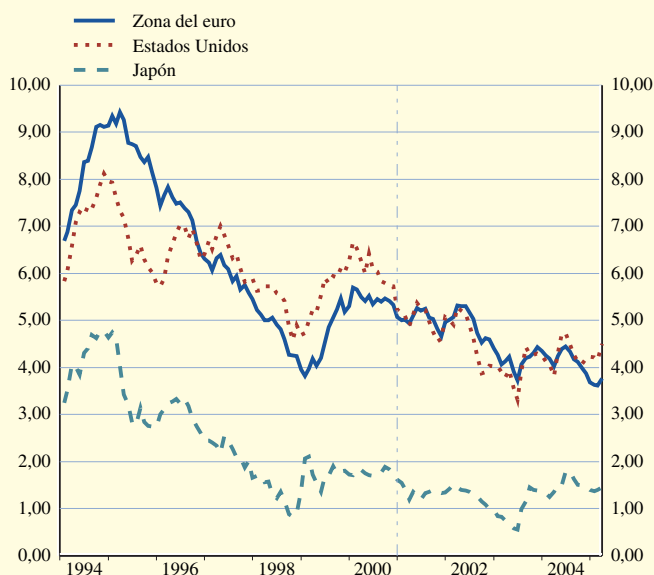
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(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.

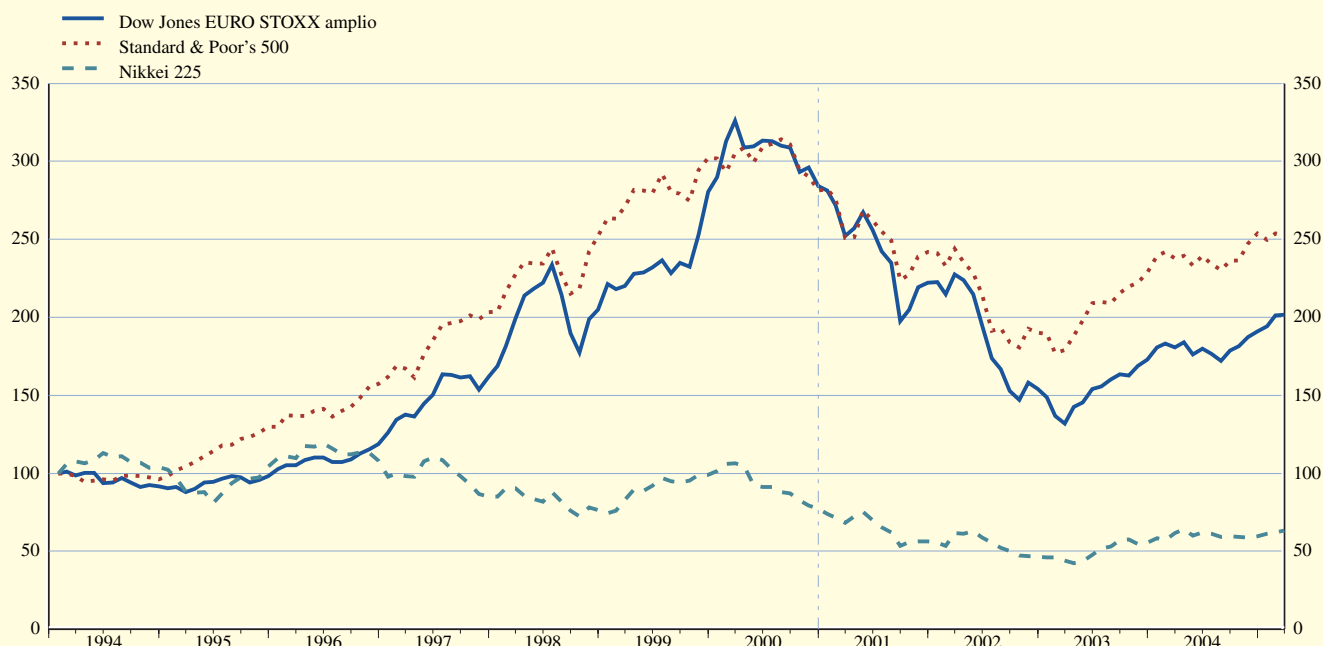
4.8 Índices bursátiles

(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			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
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
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
2005 I	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
2004 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
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
Mar	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,5

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 ¹⁾	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	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	1,0	-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	0,3	-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 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	0,7	0,0	-1,8	0,2
2005 Ene	116,2	1,9	1,6	2,4	-0,1	-0,1	-0,7	-0,2	0,3	0,1
Feb	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,9	-0,2	1,4	0,2
Mar ²⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	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	0,6	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 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	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 Ene	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5
Feb	1,9	2,6	0,7	1,8	0,2	7,7	2,5	2,0	2,9	-1,8	2,3	3,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

2) Basado en las primeras estimaciones efectuadas por Alemania, España e Italia (y, cuando estén disponibles, por otros Estados miembros), así como en información provisional sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

	Precios industriales											Precios de materias primas en los mercados mundiales ¹⁾	Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)	
	Industria, excluida construcción									Construcción ³⁾	Industria manufacturera			
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			Total	Total excluida energía	
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero						
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5	89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,1	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	1,9	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,7	2,7	2,5	18,4	10,8	30,5
2004 I	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,2	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	1,7	3,7	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
III	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	5,9	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
IV	107,2	3,8	2,7	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,1	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	22,9	1,9	36,6
2004 Oct	107,5	4,1	2,7	5,5	1,1	1,1	1,0	1,1	9,8	-	4,4	35,1	3,7	39,4
Nov	107,3	3,7	2,7	5,6	1,1	1,0	1,2	1,0	8,0	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dic	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,0	1,6	6,7	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 Ene	107,7	3,9	2,9	5,6	1,5	1,3	1,3	1,3	8,1	-	3,7	20,7	3,1	33,6
Feb	108,1	4,2	2,8	5,2	1,7	1,3	1,5	1,3	9,7	-	3,8	23,7	3,1	35,2
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	24,1	-0,4	40,4

3. Costes laborales por hora⁵⁾

	Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,6	3,7	3,8	3,0	3,5	4,0	3,3	2,6
2002	107,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,2	2,7
2003	110,1	2,7	2,6	3,2	2,6	3,4	2,9	2,4
2004	112,6	2,3	2,3	2,1	2,5	2,4	2,1	2,2
2003 IV	111,1	2,1	2,0	2,6	1,9	2,4	2,4	2,2
2004 I	111,7	3,0	3,1	2,6	3,5	2,8	2,6	2,3
II	112,3	2,1	2,2	1,9	2,3	2,0	2,2	2,3
III	112,9	1,8	1,9	1,8	1,8	2,3	1,8	2,0
IV	113,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4	2,0	2,2

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 12 y 13), Thomson Financial Datastream (columna 14), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 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 ¹⁾								
2000	100,0	1,2	1,3	-0,7	1,2	0,1	3,0	1,8
2001	102,5	2,5	3,8	2,4	3,5	0,9	3,6	3,0
2002	104,8	2,2	0,2	0,7	2,3	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	4,2	1,0	4,7	2,1	1,6	2,9
2003 III	107,3	2,3	6,3	1,6	4,9	1,7	0,9	3,8
IV	107,1	1,5	3,0	0,0	4,6	2,1	1,6	2,2
2004 I	107,2	0,9	-4,2	0,0	1,7	0,6	1,7	2,3
II	107,4	0,4	-5,6	-2,6	1,1	-0,8	1,4	2,9
III	107,5	0,1	-5,4	-1,9	2,7	-0,2	2,5	0,7
Remuneración por asalariado								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,9	2,9	2,0	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,5	2,8	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,2	3,2	3,3	2,1	1,6	2,3
2003 III	108,5	2,5	2,9	3,3	3,5	1,7	1,2	3,2
IV	108,7	2,2	3,0	3,1	3,3	1,8	1,5	2,1
2004 I	109,5	2,2	0,1	3,8	2,7	1,6	0,7	2,4
II	110,0	2,2	0,6	2,7	2,0	1,2	0,7	3,4
III	110,1	1,5	2,4	2,4	1,8	1,5	1,2	1,1
Productividad del trabajo ²⁾								
2001	100,3	0,3	-1,8	0,3	-0,5	1,8	-1,1	0,2
2002	100,6	0,3	2,7	1,7	0,6	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-1,0	2,2	-1,4	0,0	0,0	-0,5
2004	102,3	1,3	6,6	3,8	0,2	1,6	-1,0	0,4
2003 IV	101,5	0,7	0,1	3,1	-1,2	-0,3	-0,1	-0,1
2004 I	102,2	1,3	4,5	3,8	1,0	1,0	-1,0	0,1
II	102,4	1,8	6,5	5,4	0,9	2,0	-0,6	0,5
III	102,4	1,3	8,2	4,3	-0,9	1,7	-1,3	0,4
IV	102,4	0,9	7,2	1,8	-0,1	1,8	-1,0	0,4

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.850,3	6.728,0	3.927,3	1.373,4	1.442,1	-14,8	122,4	2.559,5	2.437,1
2002	7.085,5	6.897,8	4.041,7	1.445,1	1.430,9	-20,0	187,6	2.598,0	2.410,3
2003	7.271,6	7.111,1	4.165,3	1.500,4	1.442,1	3,2	160,5	2.588,4	2.427,8
2004	7.542,8	7.387,3	4.288,4	1.549,0	1.504,4	45,6	155,5	2.756,6	2.601,1
2003 IV	1.840,6	1.798,1	1.049,9	378,9	365,8	3,4	42,5	654,3	611,8
2004 I	1.863,4	1.817,2	1.061,9	382,5	368,6	4,3	46,2	662,8	616,6
II	1.883,8	1.839,2	1.067,9	387,4	373,8	10,0	44,6	687,4	642,8
III	1.893,1	1.858,5	1.075,2	387,6	378,9	16,8	34,5	701,5	667,0
IV	1.902,6	1.872,4	1.083,3	391,5	383,1	14,5	30,2	704,9	674,7
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	19,9	0,6	2,1	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 IV	0,4	1,0	0,0	0,5	1,1	-	-	0,1	1,7
2004 I	0,7	0,3	0,8	0,2	-0,1	-	-	1,4	0,4
II	0,5	0,3	0,0	0,4	0,5	-	-	2,7	2,4
III	0,2	0,9	0,1	0,4	0,6	-	-	1,3	3,1
IV	0,2	0,3	0,5	0,2	0,6	-	-	0,5	1,0
<i>tasas de variación interanual</i>									
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
2004	2,0	2,0	1,2	1,6	1,3	-	-	6,0	6,3
2003 IV	0,8	1,5	0,6	1,4	0,2	-	-	0,2	2,0
2004 I	1,6	1,2	1,2	1,9	1,2	-	-	3,6	2,8
II	2,2	1,7	1,2	1,8	1,9	-	-	7,2	6,0
III	1,9	2,6	0,9	1,5	2,1	-	-	5,6	7,8
IV	1,6	1,9	1,3	1,2	1,6	-	-	6,0	7,1
<i>contribuciones a las tasas de variación del PIB en puntos porcentuales</i>									
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	1,2	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2004	2,0	2,0	0,7	0,3	0,3	0,7	0,1	-	-
2003 IV	0,8	1,5	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,6	-	-
2004 I	1,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	-	-
II	2,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,2	0,6	-	-
III	1,9	2,5	0,5	0,3	0,4	1,3	-0,6	-	-
IV	1,6	1,9	0,8	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)						Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.345,3	150,4	1.407,3	351,5	1.349,9	1.721,2	1.365,0	212,2	717,2
2002	6.569,3	147,5	1.432,4	365,5	1.393,4	1.796,4	1.434,1	222,7	739,0
2003	6.734,1	151,1	1.440,1	373,0	1.419,3	1.866,6	1.484,0	231,3	768,8
2004	6.983,1	153,4	1.491,2	394,5	1.464,7	1.950,9	1.528,5	240,9	800,6
2003 IV	1.703,3	38,7	363,5	94,8	357,9	473,6	374,7	57,9	195,2
2004 I	1.724,4	38,7	366,9	96,4	362,9	480,4	379,2	59,2	198,2
II	1.746,5	38,7	373,9	98,5	365,8	486,7	383,0	61,0	198,2
III	1.751,4	38,0	375,2	98,9	368,1	490,1	381,1	59,9	201,5
IV	1.760,8	38,0	375,3	100,6	367,9	493,8	385,2	60,8	202,6
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	21,0	27,9	21,9	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 IV	0,4	1,5	0,8	0,1	0,0	0,2	0,5	-0,7	0,4
2004 I	0,7	4,1	0,8	0,6	1,2	0,4	0,1	0,8	0,9
II	0,7	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,3	1,3	-1,7
III	0,1	0,9	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	0,2	-0,6	1,6
IV	0,2	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,9	0,3
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,9	-2,4	0,5	0,0	3,2	2,9	1,8	4,7	0,4
2002	1,0	0,6	0,2	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,3
2003	0,5	-3,8	0,1	-0,5	0,5	1,4	0,6	1,5	0,9
2004	2,1	5,2	2,9	0,7	2,7	1,6	1,2	1,6	1,2
2003 IV	0,7	-2,0	0,9	-1,0	0,4	1,2	0,8	0,2	2,0
2004 I	1,4	2,5	1,3	0,8	1,8	1,3	0,9	0,9	3,3
II	2,4	4,8	3,6	1,1	2,8	2,0	1,2	2,1	0,3
III	1,9	7,0	2,6	0,6	2,5	1,3	1,1	0,9	1,2
IV	1,7	5,9	1,2	0,8	2,6	1,5	1,2	2,5	1,1
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
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	-	-
2004	2,1	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-
2003 IV	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 I	1,4	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,2	-	-
II	2,4	0,1	0,8	0,1	0,6	0,5	0,2	-	-
III	1,9	0,2	0,6	0,0	0,6	0,4	0,2	-	-
IV	1,7	0,1	0,3	0,0	0,6	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								
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,7	-0,8
2003	0,2	100,2	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	-0,1	0,0
2004	2,1	102,1	2,0	1,9	1,9	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 I	1,4	101,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,6	1,0	0,5	2,1	1,3	1,0
II	3,2	102,3	3,1	3,2	2,8	4,8	1,5	3,0	1,3	2,7	-0,1	3,3
III	2,9	102,6	2,8	2,9	2,9	5,2	0,4	-0,7	0,5	2,5	-0,2	3,1
IV	1,0	102,4	1,0	0,5	1,2	1,5	-0,2	-3,6	0,4	2,4	-0,2	0,7
2004 Ago	3,0	102,1	2,0	2,4	1,8	5,1	0,4	-1,3	0,6	1,4	0,2	2,5
Sep	3,2	102,9	3,6	3,5	3,2	6,4	0,6	-1,5	1,0	4,5	-0,4	3,7
Oct	1,2	102,4	1,2	1,1	1,2	4,6	-0,9	-2,7	-0,6	-1,0	-1,6	1,2
Nov	-0,6	102,1	0,7	-0,1	0,8	0,5	-0,6	-4,3	0,0	3,6	-1,2	0,1
Dic	2,6	102,5	1,1	0,6	1,6	-0,5	1,0	-3,9	1,8	4,3	2,6	0,8
2005 Ene	.	103,0	2,2	2,7	3,2	3,0	1,5	-1,6	2,0	0,3	.	2,8
	<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>											
2004 Ago	-0,1	-	-0,6	-0,6	-0,8	-0,2	-0,5	-2,9	-0,1	0,6	-1,4	-0,6
Sep	0,2	-	0,8	0,7	0,4	1,0	0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,6
Oct	-0,4	-	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-1,4	-0,8	-0,6
Nov	-0,7	-	-0,3	-0,5	0,1	-1,8	-0,2	-1,1	0,0	0,6	0,3	-0,5
Dic	1,7	-	0,4	0,5	0,8	-0,4	1,1	0,1	1,2	1,4	4,0	0,6
2005 Ene	.	-	0,4	0,9	0,7	1,3	0,3	1,2	0,1	-2,1	.	0,8

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes		Precios constantes					Total (d.) miles ³⁾	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Total (d.) miles ³⁾		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7				56,3	10,6
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-2,0	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,5	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 I	101,1	4,1	103,9	2,5	1,0	102,3	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	912	0,7
II	107,4	12,1	106,0	6,3	1,1	102,2	0,0	-0,4	0,2	-0,3	2,4	927	3,0
III	105,5	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	904	-3,5
IV	110,8	10,2	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2004 Sep	106,4	7,7	108,1	6,1	0,5	101,7	-0,4	-0,8	0,1	-0,7	1,2	927	-0,6
Oct	106,7	0,4	104,6	1,6	0,1	102,1	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	0,7	948	3,9
Nov	108,5	13,4	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,3	0,5	2,4	0,8	953	4,8
Dic	117,3	17,1	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,4	1,2	925	1,9
2005 Ene	108,9	6,5	106,1	5,1	0,7	102,5	-0,6	-1,0	0,1	-1,8	-0,7	920	1,6
Feb	.	.	.	.	2,2	102,8	0,9	2,1	0,5	.	.	906	-2,2
	<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Sep	-	1,5	-	2,7	-0,3	-	-0,1	0,2	-0,1	-1,3	0,1	-	6,3
Oct	-	0,3	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,5	0,2	1,1	-0,1	-	2,2
Nov	-	1,7	-	3,6	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,5
Dic	-	8,1	-	0,2	-0,2	-	0,0	0,0	0,2	-0,3	0,6	-	-2,9
2005 Ene	-	-7,1	-	-2,3	0,5	-	0,3	-0,1	0,8	0,8	0,1	-	-0,6
Feb	-	.	-	.	0,4	-	0,3	1,0	-0,5	.	.	-	-1,5

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 ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	100,9	-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	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 I	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
II	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
III	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
IV	100,9	-3	-12	8	10	82,1	-13	-3	-13	29	-6
2005 I	99,0	-6	-15	10	6	.	-13	-3	-13	29	-8
2004 Oct	101,5	-3	-11	7	11	82,1	-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	100,8	-5	-11	9	7	82,0	-13	-3	-13	28	-7
Feb	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
Mar	97,4	-8	-17	12	5	-	-14	-3	-13	31	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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
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
2005 I	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	10	6	7	18
2004 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	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
Feb	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
Mar	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19

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 trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,3	15,7	4,6	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	133,183	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	134,192	0,2	0,2	0,1	-2,4	-1,9	0,0	0,4	1,3	1,2
2004	134,846	0,5	0,3	1,3	-1,3	-1,6	1,3	0,7	2,6	0,7
2003 IV	134,134	0,2	0,1	0,4	-1,9	-2,1	0,0	0,9	1,2	0,9
2004 I	134,230	0,2	0,1	0,8	-2,0	-2,5	-0,3	0,8	2,6	0,7
II	134,575	0,4	0,2	1,5	-1,5	-1,7	0,3	0,8	2,8	0,6
III	134,854	0,5	0,3	1,8	-0,9	-1,7	2,4	0,5	2,6	0,7
IV	135,097	0,8	0,7	1,3	-1,0	-0,7	2,7	0,7	2,5	0,8
<i>tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2003 IV	0,002	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,2
2004 I	0,096	0,1	0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	1,0	0,3
II	0,345	0,3	0,2	0,8	-0,2	0,2	0,7	0,3	0,4	0,2
III	0,279	0,2	0,0	1,3	0,1	-0,5	0,9	0,4	0,7	0,1
IV	0,243	0,2	0,2	-0,1	-0,5	0,4	-0,5	0,1	0,4	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,6		21,4		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,980	7,8	8,067	6,6	2,913	16,1	5,017	6,3	5,962	9,9
2002	11,656	8,2	8,668	7,0	2,988	16,8	5,467	6,8	6,189	10,1
2003	12,407	8,7	9,326	7,4	3,081	17,6	5,905	7,3	6,502	10,4
2004	12,714	8,8	9,629	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,635	10,5
2003 IV	12,606	8,8	9,456	7,5	3,150	18,1	5,975	7,4	6,632	10,6
2004 I	12,719	8,9	9,599	7,6	3,120	18,0	6,062	7,5	6,657	10,6
II	12,720	8,8	9,606	7,6	3,114	18,0	6,058	7,5	6,661	10,6
III	12,696	8,8	9,621	7,6	3,074	17,9	6,030	7,5	6,665	10,6
IV	12,716	8,8	9,685	7,6	3,031	17,8	6,182	7,6	6,534	10,3
2004 Sep	12,660	8,8	9,567	7,5	3,093	18,0	6,056	7,5	6,604	10,5
Oct	12,832	8,9	9,755	7,7	3,077	18,0	6,259	7,7	6,573	10,4
Nov	12,645	8,8	9,715	7,6	2,929	17,3	6,238	7,7	6,407	10,2
Dic	12,672	8,8	9,585	7,5	3,087	18,0	6,050	7,5	6,622	10,5
2005 Ene	12,715	8,8	9,530	7,5	3,185	18,5	6,117	7,5	6,598	10,4
Feb	12,793	8,9	9,619	7,6	3,174	18,5	6,020	7,4	6,773	10,7

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

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

2) En el 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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

2. Zona del euro - empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,9	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,0	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-0,4	-2,6	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-2,9	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,7	-6,1	-0,3	-3,7	1,3	-3,0	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	2,1

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

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

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1994	70,7	2,8	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,6	32,8	8,7	17,1	16,2
1996	76,1	2,8	17,3	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,7	31,0	11,8	13,9	18,7
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,8	2,9	14,3	6,8	48,9	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	38,8	20,6	7,3	10,8	31,9

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,6	26,4	28,8	69,7	1,0

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,4	114,8	57,8	57,0	35,8	110,7	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	60,9	112,2	55,0	59,0	32,6	108,0	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	64,2	109,3	51,4	63,9	32,0	106,3	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	66,0	110,5	48,9	65,6	29,9	105,8	7,5	55,7	65,2	61,9	45,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁷⁾
1995	7,7	5,2	0,4	2,4	-0,3	0,1	2,5	0,0	5,1	5,1	4,1	-0,4	2,6
1996	3,9	4,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,4	3,3	2,4	1,0	1,7	1,4
1997	2,3	2,3	0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	3,4	0,0	-0,4	2,0	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	2,8	-1,1	-0,9	1,4	2,8
1999	1,9	1,5	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,8	2,7	-2,6	-0,5	-2,6	4,5
2000	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,4	-0,1	3,0
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	0,8	0,7	0,5	2,3

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹⁰⁾
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	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.

1) Los datos son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).

2) Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.

3) Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).

4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.

5) La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 1999.

6) Tenedores que residen en el país cuya administración ha emitido la deuda.

7) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

9) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.

10) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
II	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
III	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
IV	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 I	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
II	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
III	44,9	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
IV	51,3	50,7	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	47,2	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,0
III	44,4	44,0	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
IV	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,3
2002 I	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	41,9
III	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
IV	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 I	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,2
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	51,0	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	45,6	45,0	12,4	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
III	43,5	43,1	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	42,5	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
II	47,1	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
III	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
IV	52,5	47,4	11,3	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	22,0	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	52,5	47,7	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	44,0	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
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
2004	42,3	105,8	21,8	-31,7	-53,7	15,8	58,1	-4,6	-37,9	55,8	-2,7	-32,1	12,4	-53,5
2003 IV	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 I	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
II	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
IV	12,9	21,1	4,1	0,4	-12,7	4,1	17,0	11,9	-6,7	33,5	-4,4	-13,0	2,4	-28,9
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	4,4	5,9	1,0	2,0	-4,5	1,0	5,4	29,3	-0,8	-10,8	1,9	39,2	-0,1	-34,7
Dic	7,3	7,6	0,7	1,7	-2,7	2,5	9,8	4,1	5,8	38,2	-3,0	-38,5	1,6	-13,9
2005 Ene	-7,9	0,4	-0,3	-4,7	-3,3	1,0	-6,9	24,3	-13,1	-18,2	-3,9	60,9	-1,5	-17,4
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2005 Ene	37,1	101,0	22,5	-27,8	-58,7	16,6	53,6	38,4	-43,8	46,8	-8,4	29,9	13,9	-92,0

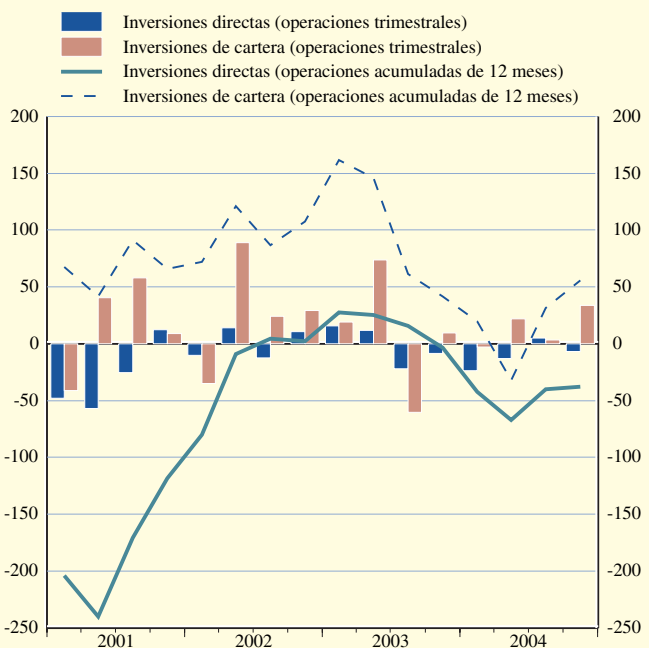
C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

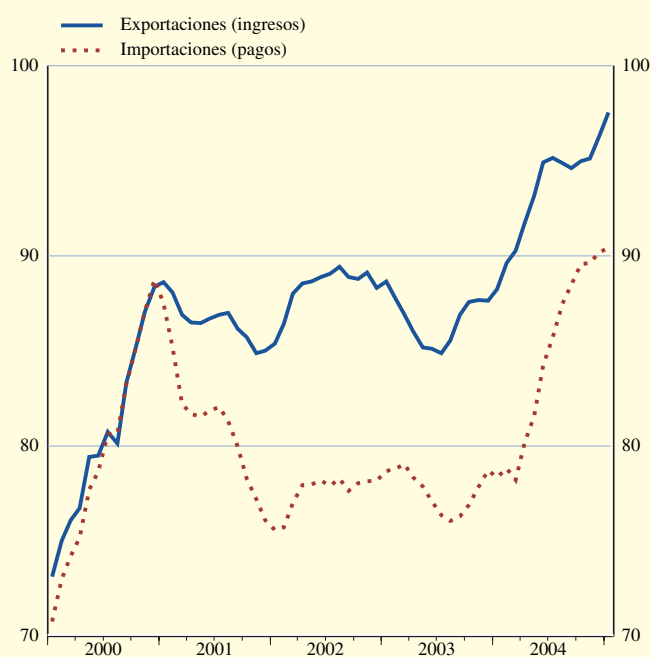
(mm de euros; operaciones)

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	
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
2004	1.799,3	1.757,1	42,3	1.130,9	1.025,0	345,1	323,3	242,4	274,0	81,1	134,8	21,7	5,9
2003 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
IV	466,1	453,2	12,9	298,8	277,6	85,7	81,6	63,7	63,3	18,0	30,7	5,7	1,6
2004 Nov	152,3	147,9	4,4	101,0	95,1	26,6	25,6	19,3	17,3	5,5	10,0	1,4	0,4
Dic	161,7	154,4	7,3	97,7	90,1	30,0	29,3	25,6	23,9	8,3	11,0	3,3	0,8
2005 Ene	149,5	157,4	-7,9	87,3	86,9	25,9	26,3	18,7	23,4	17,6	20,9	1,6	0,6
	Datos desestacionalizados												
2003 IV	423,7	414,5	9,1	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,2	33,5	.	.
2004 I	434,8	418,5	16,3	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	35,2	.	.
II	453,3	438,1	15,2	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,6	32,3	.	.
III	452,3	448,6	3,7	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	20,0	34,8	.	.
IV	454,8	449,5	5,3	289,0	270,6	84,3	80,0	61,7	66,2	19,9	32,7	.	.
2004 May	151,3	146,3	4,9	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,5	.	.
Jun	151,5	148,9	2,6	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,4	.	.
Jul	149,6	147,2	2,4	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	.	.
Ago	151,8	150,0	1,8	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,9	.	.
Sep	150,9	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	.	.
Oct	151,7	150,4	1,2	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,8	.	.
Nov	150,5	149,3	1,2	95,5	89,9	27,8	26,5	20,8	22,0	6,4	10,9	.	.
Dic	152,6	149,8	2,8	97,8	90,6	27,9	27,0	20,1	21,2	6,9	11,0	.	.
2005 Ene	157,5	154,3	3,2	99,4	90,7	30,0	27,7	21,1	21,0	7,0	14,9	.	.

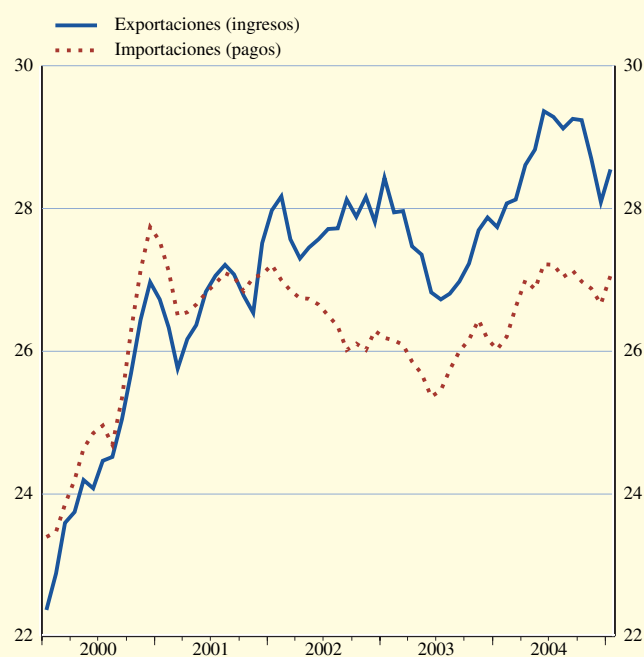
C28 Bienes

(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
2003 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
2004 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
2004 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	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
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	
2004	-104,9	-103,4	-17,7	-85,7	-1,5	0,0	-1,5	67,0	57,5	2,0	55,5	9,6	1,3	8,3	
2003 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	
2004 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	
2004 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	
2004 IV	-36,4	-34,9	-7,2	-27,7	-1,5	0,1	-1,5	29,7	16,9	0,5	16,3	12,8	0,4	12,4	
2004 Ene	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5	
2004 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	
2004 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	
2004 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	
2004 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	
2004 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	
2004 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	
2004 Ago	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,3	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9	
2004 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	
2004 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	
2004 Nov	-15,8	-13,6	-13,0	-0,6	-2,2	0,1	-2,3	15,0	5,8	0,1	5,7	9,2	0,4	8,8	
2004 Dic	4,9	-5,7	5,6	-11,4	10,7	0,0	10,7	0,8	6,3	0,3	6,0	-5,4	0,0	-5,5	
2005 Ene	-10,9	-6,9	-0,9	-6,1	-3,9	0,0	-3,9	-2,2	3,0	0,2	2,9	-5,2	0,0	-5,3	

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

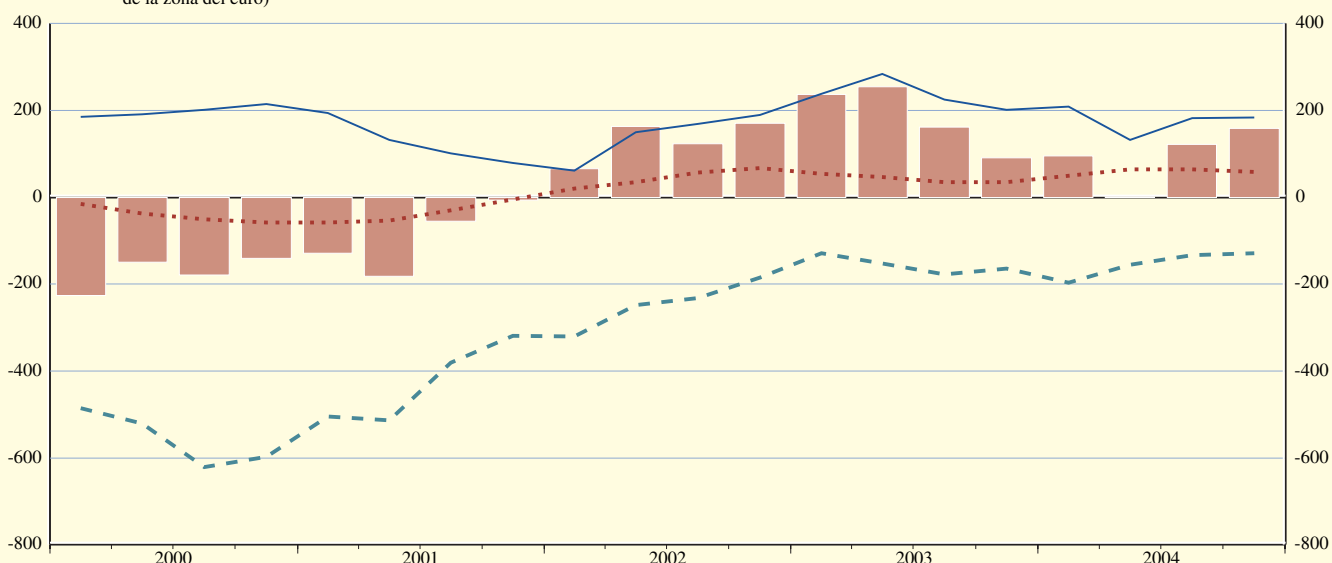
(mm de euros; operaciones)

	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	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones ¹⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	49,2	189,4	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	155,2	170,7
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	121,8	201,4	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	81,9	91,1
2004	58,1	-87,2	65,7	-125,6	117,3	183,4	-38,5	15,1	-2,7	-53,5	132,0	158,2
2003 IV	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,3	17,6
2004 I	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,1	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,3	39,7
II	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,2	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,8
III	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,5
IV	17,0	-29,2	29,3	-30,2	76,2	20,0	0,2	-0,5	-4,4	-28,9	49,6	53,2
2004 Ene	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,5	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	23,5
Feb	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	9,0
Mar	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	7,2
Abr	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	7,0
May	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,7
Jun	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,2	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,6	14,5
Jul	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,3	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,1	-0,7
Ago	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,5	14,7	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,2	30,3
Sep	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,2	35,7	-3,7	1,7	2,8	-11,5	30,9	34,9
Oct	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,7	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,4	20,4
Nov	5,4	-2,9	14,6	-11,5	27,6	7,7	-8,9	9,0	1,9	-34,7	8,3	10,0
Dic	9,8	-0,7	0,8	-6,3	33,7	-2,4	14,5	-10,6	-3,0	-13,9	21,9	22,8
2005 Ene	-6,9	-10,0	-2,3	-17,9	7,5	20,5	-17,0	9,5	-3,9	-17,4	-37,7	-20,7
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Ene	53,6	-87,5	61,2	-128,1	131,4	170,2	-49,7	35,9	-8,4	-92,0	86,5	114,0

C30 Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Inversiones de cartera en valores distintos de acciones de la zona del euro por no residentes (excluidos los valores hasta dos años emitidos por las IFM de la zona del euro)



Fuente: BCE.

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

7.3 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
Ingresos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	25,3	22,8	0,0	0,0	0,6	0,1	22,1	0,0	0,0	0,4	1,2	0,9
Pagos												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	6,2	1,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
Neto												
Cuenta corriente	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
Cuenta de capital	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
Inversiones directas	-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
Inversiones de cartera: activos	-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	Organizaciones internacionales	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
Otras inversiones	-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	Organizaciones internacionales	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
Inversiones directas	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
Inversiones de cartera: activos	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
Otras inversiones	-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	111,3	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				Pasivos	Valores distintos de acciones									
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos					Activos					Pasivos				
	Activos					Activos					Activos				
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Pasivos	
1	2	AAPP	Otros sectores	6	7	AAPP	Otros sectores	11	12	AAPP	Otros sectores	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 (incluidas 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 obliga- ciones					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 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
III	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
2004 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
2005 Ene	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
Feb	283,2	127,6	388,411	4,0	18,3	133,4	9,2	26,7	97,4	-	-	-	0,0	0,0	20,5	-11,5
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 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
III	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
2004 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
2005 Ene	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
Feb	34,9	8,1	24,656	0,2	0,0	26,6	1,6	3,7	21,3	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

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)													
2001	6,1	-0,7	1.062,6	506,0	234,9	289,2	932,5	1.014,6	579,1	179,0	228,5	741,0	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,6	227,9	309,6	949,4	984,8	559,5	163,3	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,8	300,4	924,9	988,0	554,2	164,1	240,9	715,5	109,1
2004	8,4	8,6	1.144,7	538,6	241,7	309,6	987,3	1.071,6	594,2	177,3	252,0	759,1	127,5
2003 III	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,9	243,1	135,4	39,6	60,3	176,5	26,8
IV	-0,4	1,5	269,6	125,9	57,6	76,4	233,4	249,9	139,0	42,2	61,6	180,8	27,0
2004 I	4,6	-0,2	277,4	130,4	58,7	75,7	241,0	251,1	137,6	41,8	62,2	182,1	26,2
II	11,8	8,8	286,5	134,7	59,6	78,8	245,8	263,4	145,6	44,4	62,2	186,0	29,3
III	8,7	14,3	288,8	137,0	61,2	78,5	249,6	277,0	156,2	44,8	64,0	194,0	36,1
IV	8,5	12,0	291,8	136,5	62,2	76,7	250,8	280,2	154,9	46,3	63,5	197,0	35,8
2004 Ago	12,5	20,5	96,2	46,1	20,3	26,0	82,7	93,3	53,2	15,3	21,7	64,9	12,4
Sep	6,3	14,2	96,3	45,3	20,4	26,1	83,4	92,4	52,1	15,1	21,2	64,9	12,8
Oct	3,0	7,1	96,2	45,3	20,8	25,4	82,4	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9
Nov	14,3	18,1	98,1	45,9	20,7	26,0	84,3	94,1	52,7	15,8	21,3	66,6	12,1
Dic	9,0	11,2	97,6	45,3	20,8	25,2	84,2	92,6	51,3	15,2	20,8	65,3	10,7
2005 Ene	7,7	12,7	97,8	46,2	20,7	26,7	85,7	94,3	50,4	15,5	21,5	66,7	11,0
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,4	107,9	105,5	98,8	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,5	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,3	5,9	117,8	113,5	118,2	118,5	117,1	107,5	102,1	104,5	116,6	106,0	104,2
2003 III	0,8	2,4	109,7	106,8	110,4	115,7	110,5	101,0	99,7	92,4	110,9	99,4	109,4
IV	3,0	5,5	112,0	107,3	112,2	117,5	111,4	103,9	102,0	98,3	113,7	102,1	106,5
2004 I	7,5	4,6	115,7	111,8	115,6	116,9	115,5	105,2	101,1	99,1	116,1	103,3	101,3
II	11,2	5,7	117,8	113,7	116,2	120,0	116,5	106,6	101,6	104,0	115,3	104,0	100,3
III	7,3	8,1	117,8	114,5	118,9	119,6	117,6	108,8	104,1	104,6	117,3	107,1	113,0
IV	7,4	5,4	120,0	114,1	121,9	117,6	119,0	109,6	101,6	110,3	117,7	109,6	102,1
2004 Ago	10,3	13,9	117,3	115,2	117,2	119,4	116,8	109,8	105,9	107,6	119,5	107,8	113,4
Sep	5,4	8,5	118,1	113,7	119,0	119,5	118,0	108,8	103,9	107,0	117,4	107,9	118,1
Oct	2,0	-0,2	118,5	113,7	121,6	117,1	117,2	109,1	99,1	108,8	119,2	108,4	106,4
Nov	12,2	10,8	120,1	114,1	121,5	118,9	119,3	109,8	102,9	112,6	118,3	111,0	101,0
Dic	8,5	6,0	121,2	114,5	122,6	116,7	120,3	109,8	102,8	109,6	115,5	109,5	99,0
2005 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
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	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4
2003 III	-3,0	-3,3	96,5	95,7	94,6	99,2	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,9
IV	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,1	95,7	93,9	92,2	93,8	98,1	95,2	82,5
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,7	95,3	93,2	92,1	92,2	97,1	94,8	84,3
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,8	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,8	96,1	95,1
III	1,3	5,8	97,8	97,2	95,2	99,9	96,9	99,4	101,5	93,7	98,8	97,4	104,2
IV	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,3	99,8	103,2	91,8	97,8	96,6	114,1
2004 Ago	2,1	5,8	98,2	97,6	95,9	99,7	97,1	99,5	102,1	93,0	98,6	97,1	106,7
Sep	0,8	5,2	97,6	97,0	95,2	99,8	96,9	99,5	101,9	92,8	98,2	97,0	105,7
Oct	0,9	7,3	97,2	97,1	94,8	99,2	96,3	100,4	104,3	92,2	97,5	96,7	118,7
Nov	1,9	6,6	97,8	98,1	94,3	99,8	96,8	100,3	103,9	92,2	98,0	96,9	117,6
Dic	0,4	4,9	96,4	96,3	93,8	98,9	95,9	98,8	101,4	91,1	97,8	96,2	105,9
2005 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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



TIPOS DE CAMBIO

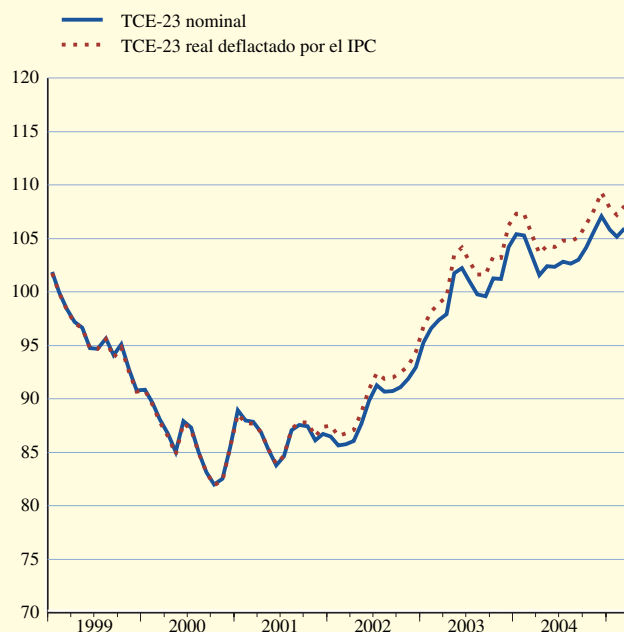
8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I=100)

	TCE-23						TCE-42	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	89,2	90,3	91,9	90,3	87,9	88,4	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	99,1	99,5	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,3	105,9	102,8	102,9	111,0	105,4
2004 I	104,7	106,7	106,4	106,5	104,3	104,3	111,6	106,1
II	102,1	104,1	103,6	104,3	101,3	101,3	109,2	103,7
III	102,8	104,9	104,4	104,9	101,6	101,7	110,1	104,5
IV	105,7	107,7	106,8	107,7	104,2	104,2	113,0	107,1
2005 I	105,7	107,7	107,2	-	-	-	112,6	106,5
2004 Mar	103,4	105,4	105,2	-	-	-	110,2	104,7
Abr	101,6	103,6	103,3	-	-	-	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	104,5
Ago	102,7	104,7	104,3	-	-	-	109,9	104,4
Sep	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7
Oct	104,2	106,3	105,4	-	-	-	111,5	105,8
Nov	105,6	107,6	106,6	-	-	-	113,1	107,1
Dic	107,1	109,3	108,4	-	-	-	114,4	108,4
2005 Ene	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,8
Feb	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
Mar	106,0	108,1	107,6	-	-	-	112,9	106,7
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2005 Mar	0,8	0,8	0,9	-	-	-	0,8	0,8
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2005 Mar	2,5	2,5	2,2	-	-	-	2,5	1,9

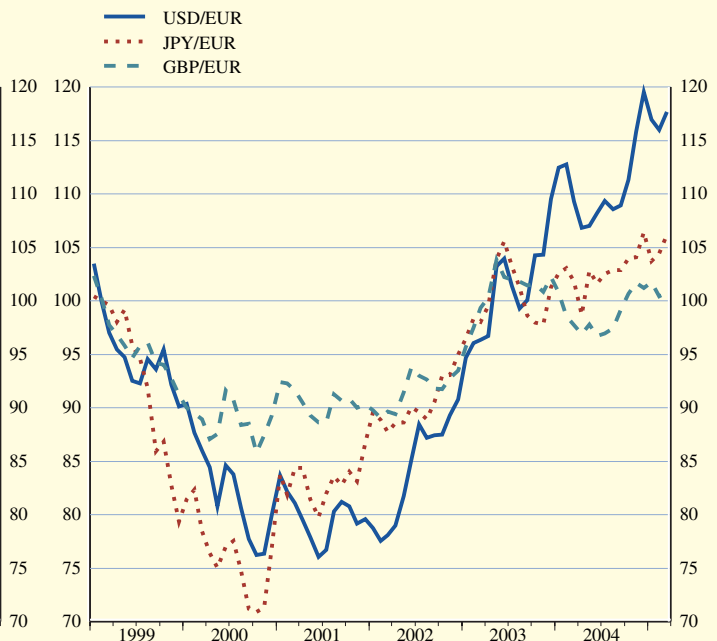
C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

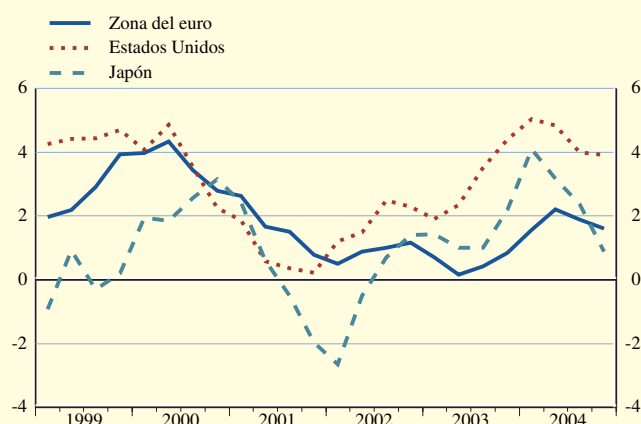
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,8
2004	2,7	-0,8	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 I	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,6	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,5
II	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
III	2,7	-0,1	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
IV	3,3	-0,5	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 I	.	.	.	.	5,3	.	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 Nov	3,5	-	-	4,5	5,4	5,8	2,31	4,19	1,2991	-	-
Dic	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Ene	3,0	-	-	5,2	5,2	6,0	2,66	4,21	1,3119	-	-
Feb	3,0	-	-	4,8	5,4	5,5	2,82	4,16	1,3014	-	-
Mar	.	-	-	.	5,2	.	3,03	4,49	1,3201	-	-
Japón											
2001	-0,7	4,4	0,1	-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	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	.	2,6	5,6	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	4,1	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	-6,7	3,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	0,5	.	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	.	.	.	.	.	.	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 Nov	0,8	-	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
Dic	0,2	-	-	1,8	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Ene	-0,1	-	-	1,5	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
Feb	-0,3	-	-	0,6	4,6	2,0	0,05	1,40	136,55	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,05	1,45	138,83	-	-

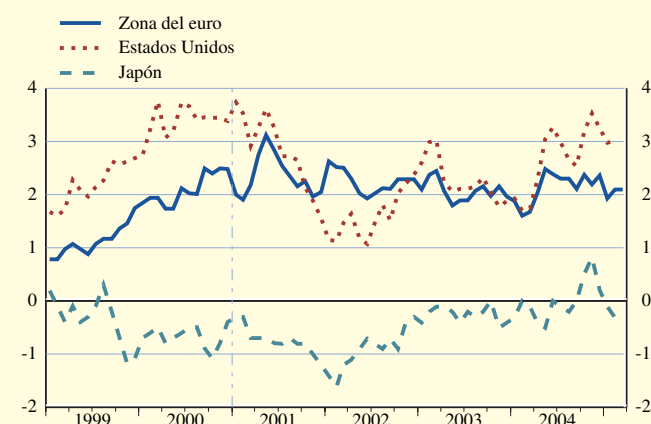
C33 Producto interior bruto a precios constantes

(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).

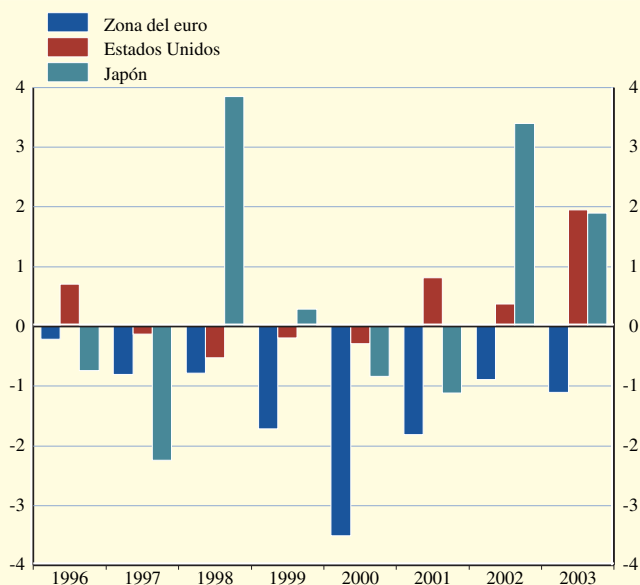
9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,6	0,9	1,7	12,8	5,3	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,9	3,7	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,4	8,5	2,5	0,8	13,2	6,9	10,6	8,0
2004	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,4	4,5	8,7	3,0	0,3	13,4	6,6	10,4	9,5
2003 I	12,8	18,2	-5,0	7,0	7,0	3,6	7,8	2,4	0,8	12,9	6,1	10,2	8,8
II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,1	13,1	9,3	10,5	11,7
III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,6	8,7	1,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,4
IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,3	9,1	2,8	0,1	13,4	3,0	10,7	4,3
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,2	8,9	4,2	1,0	13,1	7,2	10,2	10,2
II	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,3	8,8	2,5	-0,6	13,4	5,9	10,3	8,5
III	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,2	9,1	2,6	0,3	13,5	6,9	10,4	9,3
IV	13,4	20,1	-6,2	8,0	7,6	3,2	8,2	2,8	0,3	13,4	6,4	10,7	9,7
Japón													
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	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,0	-5,3	0,7	.	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,8	.	0,9	0,7	.	1,9	.	-0,7
2003 I	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
II	23,6	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
III	25,7	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
IV	27,8	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,2	.	9,5	.	-1,4
2004 I	30,7	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,5	.	-7,2	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,0	.	7,9	.	-6,2
III	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,2	.	-2,1	.	1,5
IV	.	24,6	.	.	.	13,0	.	15,2	2,2	.	8,3	.	-0,4

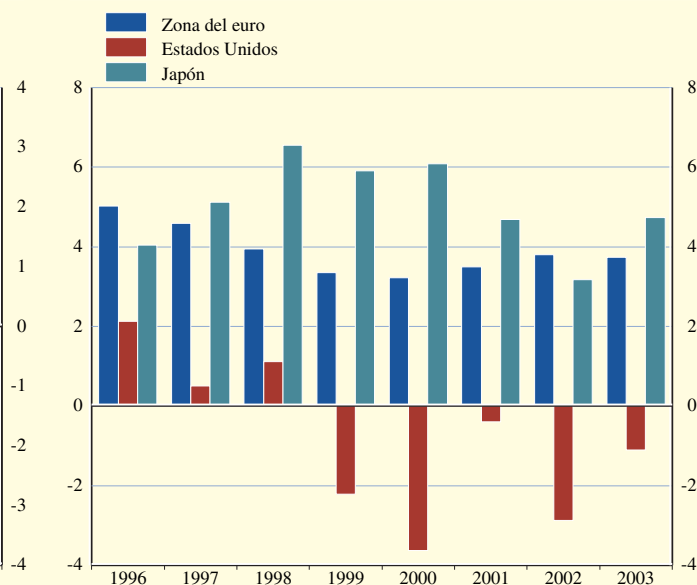
C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C36 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	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).

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 periodo indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

2 Para más detalles, véase Findley, D., B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen, (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del periodo 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 I DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 6 de abril de 2005.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente o obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el

BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido

con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las po-

siciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se

detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». La 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 las 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 95³. 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 de 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 plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

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-

⁴ DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

⁵ 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 2000⁶, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁷, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (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)⁸, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», (noviembre del

2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran 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).

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» del Boletín Mensual de febrero del 2005.

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 del 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 ob-

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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



CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los periodos 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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

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

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

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

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

5 DE JUNIO DE 2003

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

mismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004

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

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de ven-

cimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el periodo 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, 3 DE MARZO Y 7 DE ABRIL 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 enero y marzo 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.

«Informe Anual 2004», se publicará el 26 de abril de 2005.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report 2004», octubre 2004.

«Informe de Convergencia 2004: Información y resumen» octubre 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.
- «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», abril 2005.
- «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», abril 2005.
- «Los estándares SEBC-CREV para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea», abril 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. Papanthassiou, octubre 2004.
- 22 «Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Mourre, febrero 2005.
- 25 «Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices», por G. Wolswijk y J. de Haan, marzo 2005.
- 26 «The analysis of banking sector health using macro-prudential indicators», por L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars y J. Vesala, abril 2005.
- 27 «The EU budget: how much scope for institutional reform?», por H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez y R. Ritter, abril 2005.
- 28 «Regulatory reforms in selected EU network industries», por R. Martin, M. Roma e I. Vansteenkiste, abril 2005.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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 y X. Debrun, enero 2005.
- 434 «Interest rates and output in the long run», por Y. Aksoy y M. León-Ledesma, enero 2005.
- 435 «Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?», por L. Schuknecht y V. Tanzi, febrero 2005.
- 436 «Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany», por L. Cappiello y S. Guéné, febrero 2005.
- 437 «What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants», por E. Papaioannou, febrero 2005.
- 438 «Quality of public finances and growth», por A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, febrero 2005.
- 439 «A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market», por V. Brousseau y A. Manzanares, febrero 2005.
- 440 «Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states», por O. Castrén, febrero 2005.
- 441 «The Phillips curve and long-term unemployment», por R. Llaudes, febrero 2005.
- 442 «Why do financial systems differ? History matters», por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2005.
- 443 «Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data», por S. Rosati y S. Secola, febrero 2005.
- 444 «Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy», por L. Stracca y A. al-Nowaihi, febrero 2005.
- 445 «Welfare implications of joining a common currency», por M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis y F. Zampolli, febrero 2005.
- 446 «Trade effects of the euro: evidence from sectoral data», por R. E. Baldwin, F. Skudelny y D. Taglioni, febrero 2005.
- 447 «Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications», por O. Castrén y S. Mazzotta, febrero 2005.
- 448 «Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey?», por L. Aucremanne y M. Druant, marzo 2005.
- 449 «Consumer price behaviour in Italy: evidence from micro CPI data», por G. Veronese, S. Fabiani, A. Gattulli y R. Sabbatini, marzo 2005.
- 450 «Using mean reversion as a measure of persistence», por D. Dias y C. Robalo Marques, marzo 2005.

- 451 «Breaks in the mean of inflation: how they happen and what to do with them», por S. Corvoisier y B. Mojon, marzo 2005.
- 452 «Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission», por M. Ehrmann, M. Fratzscher y R. Rigobon, marzo 2005.
- 453 «Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors», por M. Przybyla y M. Roma, marzo 2005.
- 454 «European women: Why do(n't) they work? », por V. Genre, R. Gómez-Salvador y A. Lamo, marzo 2005.
- 455 «Central bank transparency and private information in a dynamic macroeconomic model», por J. G. Pearlman, marzo 2005.
- 456 «The French block of the ESCB multi-country model», por F. Boissay y J. P. Villetelle, marzo 2005.
- 457 «Transparency, disclosure and the federal reserve», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, marzo 2005.
- 458 «Money demand and macroeconomic stability revisited», por A. Schabert y C. Stoltenberg, marzo 2005.
- 459 «Capital flows and the US 'New Economy': consumption smoothing and risk exposure», por M. Miller, O. Castrén y L. Zhang, marzo 2005.
- 460 «Part-time work in EU countries: labour market mobility, entry and exit», por H. Buddelmeyer, G. Mourre y M. Ward-Warmedinger, marzo 2005.
- 461 «Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?», por L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, marzo 2005.
- 462 «Time-dependent versus state-dependent pricing: a panel data approach to the determinants of Belgian consumer price changes», por L. Aucremanne y E. Dhyne, marzo 2005.
- 463 «Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI», por L. Bilke, marzo 2005.
- 464 «The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence», por C. Kwapil, J. Baumgartner y J. Scharler, marzo 2005.
- 465 «Determinants and consequences of the unification of dual-class shares», por A. Pajuste, marzo 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.
«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», 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.
«Disposiciones institucionales: Estatutos del SEBC y del BCE. Reglamentos internos», octubre 2004.
«Standards for securities clearing and settlement in the European Union», octubre 2004.
«The European Central Bank - History, role and functions», por Hanspeter K. Scheller, 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.
«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre 2004.
«Hacia una zona única de pagos para el euro - tercer informe», 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.
«Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», 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.
«Informe de situación sobre TARGET 2», febrero 2005.
«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 2005.
«Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.
«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2003 figures», febrero 2005.
«Statistics and their use for monetary and economic policy-making», marzo 2005.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.
«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.
«TARGET - the current system», septiembre 2004.



GLOSARIO

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

Activos exteriores netos de las IFM: 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 pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las 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 de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del 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 IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

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

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

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

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

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indexada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

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

Encuesta sobre préstamos bancarios: encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada 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 vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las ope-

raciones de préstamo a un día sin garantías, 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 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 residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de 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 con derecho de voto). 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 de la UE 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 de 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 de 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 del euro (TCE, 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 **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como 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 externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y 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: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de 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: 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: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.