



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  
MAYO

ECB EZB EKT EKP





BANCO CENTRAL EUROPEO



## BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 3 de mayo 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

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	
Evolución monetaria y financiera	<b>14</b>
Precios y costes	<b>35</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>45</b>
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>53</b>

### Recuadros

1 Evolución reciente de los precios del petróleo	<b>11</b>
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2005	<b>19</b>
3 Cambio del bono indiciano con la inflación utilizado para calcular las tasas de inflación implícitas a largo plazo	<b>28</b>
4 Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	<b>36</b>
5 Expectativas del sector privado para la zona del euro: Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al segundo trimestre del 2005	<b>41</b>
6 Evolución reciente de la divergencia en cuanto al crecimiento del producto entre los países de la zona del euro	<b>45</b>
7 Evolución reciente de la inversión por tipo de producto	<b>48</b>
8 Incorporación de las monedas de Chipre, Letonia y Malta al mecanismo de tipos de cambio (MTC II)	<b>55</b>
9 Evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en el año 2003	<b>60</b>

## 5 ARTÍCULOS

La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea	<b>63</b>
Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro	<b>81</b>
Evolución del gobierno corporativo	<b>91</b>

## 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 IX

## GLOSARIO XV

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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

## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de mayo, 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.

Sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, el Consejo de Gobierno sigue sin observar señales significativas de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Por tanto, el Consejo de Gobierno no ha modificado los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel de los tipos de interés, excepcionalmente bajo en todos los plazos, proporciona un estímulo considerable a la actividad económica de la zona del euro. Al mismo tiempo, sigue estando justificada una actitud vigilante respecto de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios.

Por lo que respecta al análisis económico en el que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, los datos y los indicadores procedentes de las encuestas más recientes relativos a la situación actual y a las perspectivas de la actividad económica a corto plazo muestran, en conjunto, una tendencia a la baja. Algunos de los riesgos bajistas para el crecimiento económico ya identificados con anterioridad, y en especial los relacionados con la persistencia del elevado nivel de los precios del petróleo, parecen haberse materializado parcialmente durante los últimos meses.

Al mismo tiempo, desde una perspectiva a más largo plazo, se siguen dando las condiciones para que se intensifique el crecimiento del PIB real. En el entorno exterior, la demanda externa debería continuar favoreciendo las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería beneficiarse de unas condiciones de financiación muy favorables, de los sólidos beneficios empresariales actualmente observados y de las mejoras en la eficiencia que se están produciendo en las empresas. El crecimiento del consumo debería evolucionar prácticamente en consonancia con la evolución esperada de la renta disponible. Los riesgos bajistas para el crecien-

to económico siguen estando relacionados con el comportamiento de los precios del petróleo y con los desequilibrios mundiales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC permaneció en el 2,1% en abril, sin variación respecto a marzo, y es probable que durante los próximos meses se mantenga en torno a estos niveles. Los incrementos salariales han continuado contenidos en los últimos trimestres y, en un contexto de crecimiento económico moderado y de debilidad de los mercados de trabajo, esta tendencia debería proseguir en el futuro. En conjunto, de cara al futuro no se observan señales significativas que evidencien que se están acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro, por lo que la evolución de la tasa de inflación debería resultar acorde con la estabilidad de precios.

No obstante, persisten riesgos alcistas para la estabilidad de precios, atribuibles, principalmente, a la evolución de los precios del petróleo y a la posibilidad de que produzcan efectos secundarios derivados del comportamiento en la fijación de salarios y precios. A fin de evitarlo, es importante que los interlocutores sociales continúen asumiendo sus responsabilidades.

En relación con el análisis monetario, el crecimiento monetario y del crédito mantiene su intensidad pese a la ligera moderación registrada recientemente. Esta evolución refleja principalmente el estímulo que supone el reducido nivel de los tipos de interés de la zona del euro. El hecho de que en el último año la evolución monetaria haya estado fundamentalmente determinada por los componentes más líquidos de M3 sigue indicando riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

En síntesis, el análisis económico sugiere que las presiones inflacionistas internas permanecen contenidas. Sin embargo, es preciso realizar un seguimiento atento de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener una actitud vigilante con relación a la materializa-



ción de estos riesgos. En este contexto, es preciso llevar a cabo un seguimiento atento de las expectativas de inflación a más largo plazo.

En lo referente a las políticas fiscales, los últimos datos y previsiones sugieren un escaso avance en la reducción de los desequilibrios presupuestarios de la zona del euro. La aplicación plena y oportuna de los compromisos de saneamiento de las finanzas públicas resulta esencial. Con ello se mejorará la confianza tanto de inversores como de consumidores en la solidez de las políticas económicas. Asimismo, es esencial que la aplicación de los procedimientos revisados del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que entrarán en vigor muy pronto, se efectúe de forma estricta y oportuna, con el fin de reforzar la credibilidad del marco fiscal de la UE.

El Consejo de Gobierno se ha mostrado en repetidas ocasiones a favor de las reformas estructurales para mejorar el potencial del crecimiento económico de la zona del euro. Las autoridades responsables son conscientes de los obstáculos estructurales existentes y han adoptado medidas importantes para superarlos, si bien será preciso continuar con las reformas a fin de poder hacer frente a los inevitables retos que representan la profundización que se está produciendo en la divi-

sión del trabajo en todo el mundo, la rapidez de los cambios tecnológicos y el envejecimiento de la población. Es importante explicar al público en general que estas reformas generarán progresivamente un mayor crecimiento económico y crearán más empleo y que, en consecuencia, beneficiarán a la sociedad europea. Durante los últimos años, la incertidumbre existente en cuanto a los programas de reformas estructurales de algunos países de la zona del euro parece haber dificultado la necesaria mejora de la confianza de consumidores y empresarios. El compromiso claro de aplicar las reformas y la explicación de sus ventajas ayudará a reducir la incertidumbre y con ello se contribuirá considerablemente a mejorar las perspectivas económicas de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primer artículo evalúa la importancia de las divergencias regionales existentes dentro de una unión monetaria para las políticas económicas, centrándose en las implicaciones de los diferenciales de las tasas de inflación sobre la política monetaria única de la zona del euro. El segundo artículo trata del alcance de la concentración y diversificación del sector bancario en la zona del euro. Por último, el tercero analiza la evolución del marco regulador del gobierno corporativo durante los últimos años.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial mantiene su expansión a un ritmo bastante sólido. Pese a que se observan indicios de una moderación gradual del crecimiento en algunos países, incluido Estados Unidos, el crecimiento en Asia, excluido Japón, parece haber cobrado algo de impulso últimamente. Las presiones inflacionistas a escala mundial siguen siendo relativamente moderadas. Las perspectivas para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro continúan siendo bastante favorables, aunque no hay que descartar la posibilidad de que se produzca una nueva y paulatina desaceleración de la actividad económica internacional. Los principales riesgos para estas perspectivas siguen siendo la evolución de los precios del petróleo y la persistencia de los desequilibrios mundiales.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

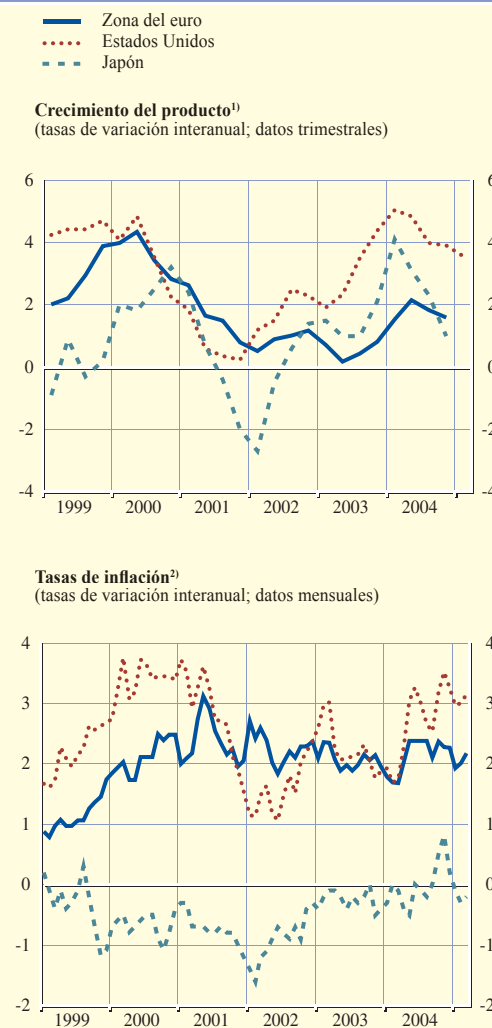
La economía mundial mantiene su expansión a un ritmo bastante sólido. Se observan indicios de una moderación gradual del crecimiento en algunos países, incluidos Estados Unidos y otros países del continente americano, pero en Asia, excluido Japón, el crecimiento parece haber cobrado algo de impulso. En Japón, se espera una mejora general del crecimiento para este año, aunque los últimos datos publicados siguen indicando una cierta debilidad. Las presiones inflacionistas a escala mundial continúan siendo relativamente moderadas. No obstante, la inflación medida por los precios de consumo ha aumentado últimamente en algunos países, sobre todo en Estados Unidos y algunas economías asiáticas, como consecuencia en parte de la evolución de los precios del petróleo, que alcanzaron un nuevo máximo histórico a principios de abril.

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las estimaciones preliminares indican que el crecimiento del PIB real en el primer trimestre del 2005 experimentó una desaceleración hasta el 3,1% en tasa intertrimestral anualizada. Los factores que más contribuyeron al crecimiento fueron el gasto en consumo privado y el gasto en inversión empresarial, aunque el crecimiento de ambos componentes se redujo en comparación con las tasas tan altas observadas a finales del 2004. El mayor crecimiento de las exportaciones se compensó con un nuevo incremento en el fuerte ritmo de expansión de las importaciones, lo que significa que el comercio exterior sigue siendo un lastre para el crecimiento del PIB real.

Algunos de los últimos datos publicados apuntan a una ralentización del ritmo de expansión de la

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) IAPC para la zona del euro; IPC para Estados Unidos y Japón.



economía estadounidense hacia finales del primer trimestre del año en curso, debido posiblemente a los efectos de los elevados precios de la energía. Los datos más recientes indican que el gasto en inversión empresarial se ha reducido con respecto a los máximos observados a finales del 2004. Además, últimamente parece haberse moderado el crecimiento del gasto de los hogares. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro privado en porcentaje de la renta disponible se mantuvo en un nivel próximo a los mínimos históricos registrados en marzo (0,4%). Los datos del mercado de trabajo hasta el mes de marzo sugieren que se está produciendo una absorción gradual y sostenida de la atonía observada en dicho mercado. De cara al futuro, y pese a la incertidumbre algo mayor que rodea a la evolución a corto plazo, se prevé que continúe el crecimiento, aunque a un ritmo más moderado que el registrado en el segundo semestre del 2004.

Los indicios de un repunte de las presiones en los precios en los últimos meses se han reflejado, hasta cierto punto, en los precios de consumo, excluidos los alimentos y la energía. La tasa de variación interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía, fue del 2,3% en marzo, mientras que la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 3,1% en el mismo mes. Las variaciones del deflactor del índice de gastos de consumo privado en el mes de febrero fueron similares a las del IPC. La tasa de variación interanual del índice de gastos de consumo privado, excluidos los alimentos y la energía, se incrementó hasta el 1,7% en marzo.

Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió, en su reunión del 3 de mayo de 2005, elevar el tipo de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos por octava vez consecutiva, situando dicho tipo en el 3%. Además, reiteró lo ya manifestado en comunicados de reuniones anteriores, en el sentido de que «la política monetaria acomodaticia podrá eliminarse a un ritmo que probablemente sea moderado».

## JAPÓN

En Japón la economía siguió experimentando cierta debilidad, como consecuencia de la moderación de las exportaciones y del ajuste de existencias en curso en el sector de tecnologías de la información y las comunicaciones. Los últimos datos publicados presentan señales un tanto dispares sobre el estado de la economía japonesa. Por una parte, al acusado aumento de la producción industrial observado en enero del 2005 (3,2%) le siguieron descensos en los meses de febrero (-2,3%) y marzo (-0,3%). Al mismo tiempo, las exportaciones, en términos tanto reales como nominales, volvieron a reducirse en el primer trimestre del 2005, debido en parte al descenso de las exportaciones a China. Además, la encuesta más reciente del Ministerio de Hacienda sobre las empresas muestra una significativa desaceleración de los gastos de capital (incluido el gasto en *software*) en el último trimestre del 2004. Por otra parte, en la última encuesta a los hogares se observan indicios relativamente favorables respecto al consumo, con un fuerte incremento del gasto de consumo real por hogar en el primer trimestre del 2005 (3,2% en tasa intertrimestral). Así pues, aunque las perspectivas de la economía japonesa siguen siendo un poco desiguales a corto plazo, en general se considera que la debilidad actual no es más que una «pausa» temporal y que es probable que el crecimiento del producto cobre nuevo impulso a lo largo del año.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, en marzo tanto el IPC general como el IPC, excluidos los alimentos frescos, continuaron descendiendo en tasas interanuales, aunque a un ritmo ligeramente más lento que en febrero. La tasa de variación interanual del IPC fue de -0,2%, mientras que la del IPC, excluidos los alimentos frescos, se situó en -0,3%. En los últimos meses, la principal fuente de presiones deflacionistas ha sido la liberalización de las tarifas de las empresas de servicios públicos, en particular, las de las líneas telefónicas, la electricidad y el gas. Según se indica en el informe semestral del Banco de Japón «Perspectivas de la actividad económica y los precios», publicado en abril de este año,

los miembros del Comité de Política Monetaria no prevén que la caída interanual del IPC, excluidos los alimentos frescos, llegue a su fin antes del ejercicio fiscal 2006.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento experimentó una ligera moderación en el primer trimestre del 2005 pero, en general, siguió siendo bastante sólido. Según las primeras estimaciones, el PIB real aumentó, durante ese período, un 0,6% en tasa intertrimestral (que corresponde a un 2,9% en tasa interanual). Este incremento fue algo menor que en el trimestre anterior. La producción se redujo en el primer trimestre en la industria, mientras que aumentó en los servicios y en la construcción, aunque a un ritmo más lento que en último trimestre del 2004. La moderación del crecimiento del PIB podría reflejar, en parte, un descenso del crecimiento del consumo en el primer trimestre del 2005. Concretamente, el crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor se redujo en términos reales hasta el 0,3% en el primer trimestre. Se prevé que el crecimiento del PIB real seguirá siendo bastante sólido en el año 2005, aunque quizá se debilite ligeramente con respecto al pasado año, debido, en gran medida, a una posible desaceleración del crecimiento del consumo privado.

En marzo del 2005, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó hasta el 1,9%, tras haberse mantenido estable en el 1,6% en los tres meses anteriores. El incremento de marzo se debió, fundamentalmente, a la subida de los precios del transporte, los alimentos, el mobiliario y el vestido. Al mismo tiempo, siguieron aumentando los precios de la producción industrial, especialmente los relacionados con la energía. El crecimiento de la remuneración media semanal se elevó ligeramente en febrero y se mantuvieron las tensiones en el mercado de trabajo. El mercado de la vivienda parece haberse estabilizado: en febrero las alzas de precios volvieron a situarse en niveles de un solo dígito por primera vez en más de tres años.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En los últimos meses, el crecimiento del producto en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro ha seguido siendo bastante dinámico, aunque se ha reducido gradualmente en la mayoría de los casos. En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento interanual del PIB real fue del 2,9% y del 2,8%, respectivamente, en el cuarto trimestre del 2004. Tras el repunte de este último trimestre, el crecimiento del producto en Dinamarca parece haber mantenido su solidez en el primer trimestre del 2005 impulsado por la demanda interna. En Suecia, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración en el cuarto trimestre por el efecto negativo de la variación de existencias, aunque se espera una nueva recuperación en el primer trimestre del 2005, por la contribución de la demanda interna. La inflación continuó siendo moderada en ambos países en los primeros meses del año en curso. En Dinamarca, la inflación interanual medida por el IAPC ascendió al 1,3% en marzo, mientras que en Suecia se redujo hasta el 0,5%.

En los nuevos Estados miembros de la UE, la actividad económica siguió aumentando con intensidad en el cuarto trimestre del 2004, aunque el ritmo de crecimiento varió de un país a otro. El crecimiento del producto continuó desacelerándose en Polonia, al tiempo que se mantuvo bastante estable en Hungría y aumentó en la República Checa. Los primeros indicios apuntan a una posible moderación del crecimiento en estos tres países en el primer trimestre del 2005. El descenso de la inflación en los nuevos Estados miembros de la UE, que se inició en el año 2004, ha continuado en los primeros meses del 2005, y la inflación medida por el IAPC se ha situado, en promedio, en el 2,9% en marzo. Las presiones inflacionistas se han atenuado recientemente debido a los menores incrementos de los precios de los alimentos y los combustibles, lo que ha sido posible, en parte, por las anteriores apreciaciones de la moneda. Además, el impacto de las subidas de los impuestos indirectos a principios del 2004 va desapareciendo en la comparación de la inflación interanual. En un contexto de perspectivas de inflación más

favorables, el Magyar Nemzeti Bank, el Narodowy Bank Polski y la česká národní banka redujeron sus tipos de interés oficiales a finales de abril.

### ASIA EXCLUIDO JAPÓN

Tras experimentar un descenso gradual en el segundo semestre del 2004 y a principios del 2005, el crecimiento económico en Asia, excluido Japón, parece haber cobrado de nuevo cierto impulso. El crecimiento de las exportaciones se ha estabilizado tras la contracción de los últimos trimestres. Al mismo tiempo, la demanda interna ha mantenido su solidez en la mayor parte de las economías de la región. Por otra parte, las presiones inflacionistas se han intensificado ligeramente, en particular en las economías en las que la reducción de las subvenciones a los combustibles se ha traducido en una notable subida de los precios de la gasolina.

En China la economía ha continuado creciendo con dinamismo en el primer trimestre del 2005, registrándose una expansión del PIB real de un 9,5% en tasa interanual, es decir, sin cambios respecto al último trimestre del 2004. En tasa intertrimestral, la expansión del crecimiento ha sido aún mayor. El principal motor de crecimiento han sido las exportaciones, que se incrementaron en un 34,9% en tasa interanual en el primer trimestre del 2005, sobrepasando por un amplio margen el crecimiento de las importaciones. El crecimiento interanual de la producción industrial pasó del 15% en el último trimestre del 2004 al 16,2% en el primero del 2005, impulsado, principalmente, por la producción de bienes destinados a la exportación. Al mismo tiempo, la demanda interna se moderó al desacelerarse el crecimiento de la inversión en capital fijo y las ventas del comercio al por menor, hasta el 22,8% y el 13,7%, respectivamente, en el primer trimestre del 2005. Mientras tanto, la inflación medida por el IPC se redujo hasta el 2,7%, en tasa interanual, en marzo.

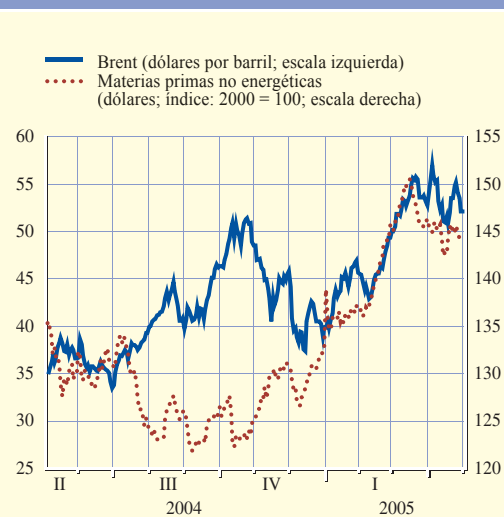
### AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continuó su expansión a un ritmo sólido, aunque se aprecian señales de una ligera desaceleración. La tasa de crecimiento interanual de la producción industrial se moderó hasta situarse en un 4,4% en Brasil y en un 2% en México, mientras que en Argentina aumentó hasta el 8,7% en marzo. La pérdida de impulso en los dos primeros países se produce a pesar de un crecimiento bastante dinámico de las exportaciones, quizá como consecuencia del impacto de los últimos incrementos de los tipos de interés oficiales. Las perspectivas de crecimiento de la región siguen siendo favorables en general y los riesgos están bastante equilibrados. Las tasas de inflación se han mantenido elevadas, superando los objetivos oficiales, debido a la pujanza de la demanda interna y a la evolución de los precios del petróleo.

### 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

La mayor demanda de petróleo durante el primer trimestre del 2005, debido en parte a una ola de frío, unida a la limitada capacidad productiva sin utilizar a lo largo del proceso de producción y a la constante inquietud respecto a la seguridad del abastecimiento de petróleo, impulsó al alza los precios del Brent, que alcanzaron un nuevo máximo

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

histórico de 57 dólares el barril a principios de abril. Pese a la ligera moderación registrada posteriormente, la evolución de los precios del crudo sigue caracterizándose por una considerable volatilidad. El 3 de mayo, el precio del barril de Brent era de 52,1 dólares estadounidenses, es decir, un 1,3% menos que al final de marzo. El estrecho margen de capacidad productiva sin utilizar y, por lo tanto, la gran sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda harán que, a corto plazo, los precios del petróleo sigan siendo altos y volátiles. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo bajen gradualmente hasta situarse en unos 48,7 dólares el barril a finales del 2007 (para más información, véase el recuadro 1 titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo»).

#### Recuadro 1

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

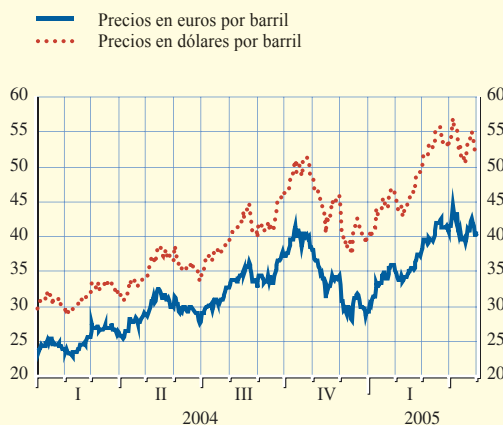
Tras el fuerte aumento registrado en el 2004, en lo que va de año los precios del petróleo han vuelto a subir, alcanzando máximos históricos a comienzos de abril (57 dólares, en el caso del Brent). Esta evolución pone de relieve el constante riesgo para las perspectivas de crecimiento mundial que entrañan los mercados del petróleo. En este contexto se analiza en el presente recuadro la evolución reciente de los precios del petróleo y los factores determinantes de su comportamiento.

La escalada de los precios del petróleo observada en el transcurso del 2004 se vio moderada por la apreciación del euro. Así, en el 2004 los precios del petróleo se elevaron un 34% en dólares y un 24,2% en euros. Sin embargo, desde el inicio del 2005 la depreciación del euro respecto al dólar estadounidense ha contribuido a que los precios aumentaran un 38,2% en euros, frente a un 30,5% en dólares (véase gráfico A).

Los principales factores determinantes del incremento de los precios del petróleo registrado en el 2004 y 2005 fueron la pujanza de la demanda, el estrangulamiento de la oferta y la preocupación en torno a la seguridad del suministro de petróleo, relacionada en parte con la incertidumbre geopolítica. Según la Agencia Internacional de la Energía (AIE), el ritmo de crecimiento de la demanda de petróleo observado en el 2004, principalmente en Asia y en América del Norte, fue el más intenso en casi tres décadas. A lo largo del 2003, hubieron de revisarse repetidamente al alza las previsiones de la demanda, a medida que ésta superaba las expectativas (véase gráfico B). La demanda prevista para el 2005 se revisó a la baja a finales del 2004, en un contexto de reducción general de los precios. Las revisiones al alza realizadas posteriormente en los primeros meses del 2005 coincidieron con nuevas subidas de los precios.

De cara al futuro, la AIE espera que se produzca una ligera disminución del crecimiento de la demanda de petróleo en comparación con el nivel alcanzado el año pasado, como consecuencia de cierta deceleración del crecimiento mundial. En particular, la demanda de China debería desacelerarse, tras

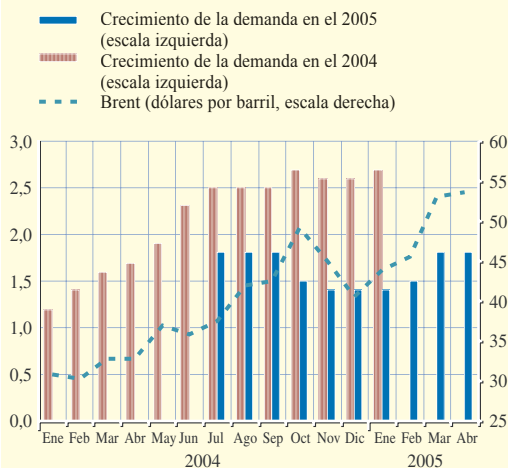
Gráfico A Precios del Brent



Fuente: Bloomberg.

### Gráfico B Previsiones de la demanda de petróleo

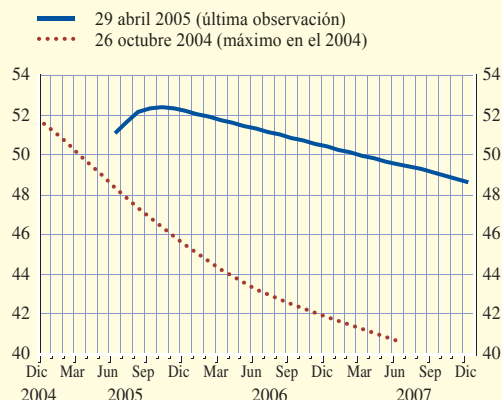
(tasa de variación interanual; en dólares)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía y Bloomberg.

### Gráfico C Precios de los futuros sobre el Brent

(dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Las curvas muestran los precios de los contratos de futuros sobre el Brent negociados en el International Petroleum Exchange para distintos vencimientos (eje horizontal). El 26 de octubre de 2004 es la fecha en la que los precios del petróleo alcanzaron su nivel máximo en aquel año.

las tasas excepcionalmente elevadas registradas en el 2004. Según la AIE, la demanda mundial de petróleo debería crecer un 2,1% en el conjunto del 2005, frente al 3,4% observado en el 2004.

El aumento de la producción para hacer frente al crecimiento vertiginoso de la demanda de petróleo ha reducido la capacidad excedente de producción a lo largo de la cadena de suministro de petróleo crudo y productos refinados. Según las estimaciones de la AIE, la capacidad excedente de producción de la OPEP, excluido Iraq, ha menguado hasta situarse entre 1,2 y 1,7 millones de barriles por día, lo que representa menos del 2% del suministro mundial de petróleo. La capacidad de refino del petróleo pesado y con un alto contenido de azufre se ha visto notablemente comprometida por la elevadísima demanda de productos refinados, como la gasolina, el gasóleo y el petróleo para calefacción, así como por las regulaciones medioambientales. Este factor parece haber sido particularmente importante en el 2004, año en el que las primas de calidad a pagar por los tipos de crudo ligero y pobre en azufre, como el petróleo de referencia en Europa (Brent), frente a los tipos de crudo pesado y con alto contenido de azufre, como el Dubai Fateh, ascendieron temporalmente hasta 14 dólares por barril. Aunque, desde entonces, los diferenciales se han ido estrechando, son todavía tres veces superiores a su media histórica, señal de una persistente rigidez en el sector de refino de crudo. En cuanto a las perspectivas futuras, se espera que aumente la capacidad de producción y refino de crudo, aunque la capacidad excedente de producción se reconstituirá probablemente de una forma muy progresiva.

La incertidumbre acerca de la seguridad del suministro de petróleo fue otro factor importante que contribuyó al incremento de los precios en el 2004. Numerosas acciones de sabotaje en Iraq, amenazas contra la infraestructura petrolífera de otros países productores de Oriente Medio y el malestar social en Nigeria fueron motivo de preocupación entre los participantes en el mercado respecto a la posibilidad de interrupciones en el suministro. Pese a haberse moderado ligeramente, esta preocupación persiste y sigue ejerciendo presiones al alza sobre los precios. En particular, no se espera que el aumento de producción previsto en el 2005 por los países no pertenecientes a la OPEP cubra

el crecimiento de la demanda, por lo que, un año más, aumentará la demanda residual que enfrente la OPEP.

Una diferencia fundamental entre la reciente subida de los precios del petróleo y la registrada el año pasado es que los mercados parecen esperar que el actual alto nivel de precios persistirá. Si bien los precios al contado del petróleo en euros se sitúan actualmente en un nivel cercano al máximo alcanzado a finales de octubre del 2004, los precios de los futuros sobre el petróleo son considerablemente más elevados (véase gráfico C). Por ejemplo, en estos momentos el precio de los futuros para entrega a mediados del 2007 supera en casi 9 dólares al registrado en octubre del año pasado. Además, en los plazos más cortos, los precios de los futuros sobre el petróleo están aumentando con el vencimiento del contrato (prima a plazo), situación que no se asocia habitualmente a precios al contado elevados, mientras que en octubre del año pasado ocurría lo contrario (descuento a plazo). Esta estructura de mercado puede ser reflejo de la inquietud respecto a si el suministro de petróleo podrá responder a los niveles máximos de demanda esperados en verano y es indicativa del deseo de los participantes en el mercado de constituir reservas anticipadamente.

Los precios del petróleo siguen representando un riesgo significativo para las perspectivas económicas mundiales. Sin embargo, hasta el momento los efectos negativos sobre el crecimiento y la inflación parecen haber sido relativamente moderados. Esto puede ser señal de una mayor resistencia de la economía mundial ante aumentos de los precios del petróleo, en comparación con perturbaciones anteriores, posiblemente relacionada con un menor nivel de dependencia del petróleo. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de que un nuevo aumento de los precios o la persistencia de los niveles actuales durante un período más largo de lo esperado pueda provocar efectos negativos marcadamente más pronunciados en el futuro. En este contexto, será necesario mantener una vigilancia constante de la evolución de los mercados de petróleo.

Los precios de las materias primas no energéticas han descendido ligeramente desde los máximos registrados a mediados de marzo, debido, principalmente, a la evolución de los precios de los alimentos y de las bebidas y, en menor medida, al comportamiento de los precios de las materias primas industriales. En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas expresados en dólares se situaban en abril un 5,9% por encima del nivel registrado un año antes.

### 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

A pesar de las señales observadas recientemente, que apuntan a una ligera moderación del crecimiento en varios países, sobre todo en Estados Unidos, las perspectivas generales para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo bastante positivas. El mantenimiento de las favorables condiciones de financiación y las mejoras estructurales en los balances de las empresas en muchos países, junto con un sólido crecimiento de los beneficios, debería contribuir a estimular la actividad económica. Sin embargo, dado que el ciclo económico se encuentra en una etapa relativamente avanzada y habida cuenta de la persistencia de los elevados precios del petróleo, no hay que descartar la posibilidad de que se produzca una nueva y gradual desaceleración de la actividad económica mundial con respecto a los altos niveles observados a principios del 2004. La evolución de los precios del petróleo y la persistencia de los desequilibrios mundiales siguen siendo los principales riesgos para estas perspectivas.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Aunque el crecimiento interanual de M3 siguió siendo intenso en marzo del 2005, la evolución a más corto plazo indica que el ritmo de expansión monetaria se ha moderado ligeramente desde principios de año. El efecto positivo de los reducidos tipos de interés continuó siendo el principal factor impulsor del crecimiento monetario ese mes, aunque su impacto se vio compensado, en parte, por la progresiva normalización en curso del comportamiento de los residentes de la zona del euro en la asignación de carteras. El reducido nivel de los tipos de interés también favoreció un nuevo fortalecimiento del crecimiento de los préstamos al sector privado. En general, en la zona del euro sigue habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista, lo que podría plantear riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Además, la combinación de un elevado exceso de liquidez y un pronunciado crecimiento del crédito podría ser causa de acusados incrementos del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

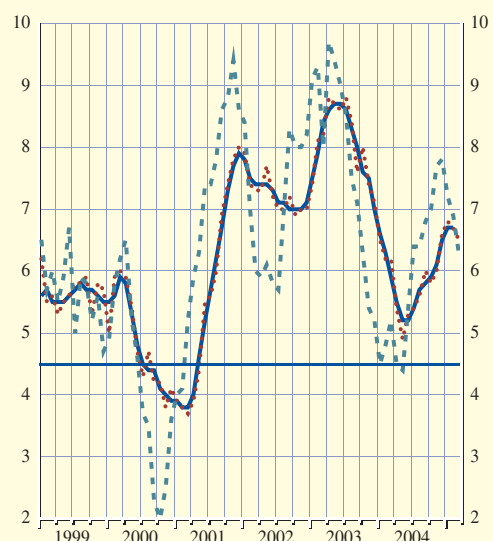
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 6,5% en marzo del 2005, desde el 6,7% de febrero (esta última cifra incluye una revisión al alza de los datos correspondientes al período comprendido entre diciembre del 2004 y febrero del 2005 que elevó las tasas de crecimiento interanual de M3 entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales). La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual entre enero y marzo del 2005 se situó en el 6,7%, sin variaciones con respecto al período transcurrido entre diciembre del 2004 y febrero del 2005, mientras que la tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3 descendió hasta el 6,3% en marzo, desde el 6,9% del mes precedente (véase gráfico 3). Aunque el crecimiento interanual de este agregado monetario se mantiene en un nivel elevado, su evolución a más corto plazo apunta a que, desde principios de este año, el ritmo de expansión monetaria ha sido algo más moderado que el observado en el segundo semestre del 2004.

Los datos correspondientes a marzo del 2005 fueron acordes con la valoración de que la evolución monetaria continúa bajo la influencia de dos factores contrapuestos. Por un lado, los reducidos tipos de interés vigentes siguieron estimulando la demanda de los componentes más líquidos de M3 del lado del pasivo del balance de las IFM, y de préstamos al sector privado del lado del activo. Por otro, la trayectoria monetaria se ha moderado como consecuencia de la normalización en curso del comportamiento de los agentes económicos de la zona del euro en la asignación de activos, tras la excepcional preferencia por la liquidez observada entre el 2001 y el 2003. No obstante, este proceso de normalización está procediendo con más lentitud de lo que cabría esperar a partir de regularidades anteriores.

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.

Actualmente, en la zona del euro hay bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Para reducir este exceso de liquidez será necesario que continúe la normalización del comportamiento del sector tenedor de dinero de la zona del euro en la asignación de carteras. Desde una perspectiva de medio a largo plazo, es probable que los riesgos para la estabilidad de precios inherentes a este exceso de liquidez se materialicen si una parte considerable de esta liquidez se transformara en dinero para transacciones en un momento de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica real. Por otra parte, la combinación de un elevado exceso de liquidez y de un pronunciado crecimiento del crédito podría ser causa de acusados incrementos del precio de los activos, sobre todo en los mercados de la vivienda.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El crecimiento de M1 continuó representando la principal contribución al crecimiento interanual de M3 en marzo (véase cuadro 1). Entre los componentes de M1, el crecimiento interanual del efectivo en circulación siguió siendo robusto y se situó en el 17,8% en marzo, en comparación con el 18,3% de febrero. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista descendió hasta el 7,8% en marzo, desde el 8,8% del mes precedente (aunque esto estuvo relacionado, en parte, con un efecto de base).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se elevó hasta el 4,8% en marzo, desde el 4,3% de febrero. Este incremento se debió fundamentalmente al aumento de la demanda de estos activos por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones y por parte de las sociedades no financieras.

En el período de seis meses comprendido entre octubre del 2004 y marzo del 2005 se produjo una salida de capitales desde las participaciones en fondos del mercado monetario, activos que con frecuencia se mantienen en épocas de mayor incertidumbre como un vehículo de ahorro líquido y seguro. Esta salida reflejó la normalización en curso 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 dinero hacia activos a

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Feb	2005 Mar
<b>M1</b>	<b>45,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>
Efectivo en circulación	7,2	21,6	20,3	19,1	18,0	18,3	17,8
Depósitos a la vista	38,2	8,5	7,9	7,7	8,2	8,8	7,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,4	1,7	2,0	3,5	4,5	4,3	4,8
Depósitos a plazo hasta dos años	15,4	-6,9	-5,8	-2,4	0,6	0,3	1,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,0	8,1	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8
<b>M2</b>	<b>85,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,3	2,0	4,0	3,8	4,0	2,7	3,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		6,3	6,3	3,7	3,4	4,1	2,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	2,3	0,7	-0,4	0,1	-2,1
Crédito al sector privado		5,9	6,2	6,6	7,3	7,3	7,5
Préstamos al sector privado		5,6	6,2	6,8	7,3	7,3	7,6
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>

Fuente: BCE.

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



más largo plazo y de mayor riesgo. No obstante, el proceso de normalización sigue efectuándose con más lentitud de lo que cabría esperar a partir de la experiencia previa.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó hasta el 7,6% en marzo, desde el 7,3% del mes precedente. Este fortalecimiento se debió no sólo al impacto favorable de los reducidos tipos de interés, sino también a mejoras en las condiciones de oferta del crédito (véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2005»). Si se considera la evolución desde el final del 2004, el mayor crecimiento del crédito observado en el primer trimestre del 2005 en comparación con el último trimestre del 2004 fue prácticamente generalizado en todos los sectores (véase cuadro 2). Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal factor impulsor del crecimiento general de los préstamos en el primer trimestre del 2005, en un entorno caracterizado por unos tipos de interés hipotecarios reducidos y la persistente e intensa evolución del mercado de la vivienda en varias regiones de la zona del euro (véase el recuadro 4, titulado «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro»). Estos préstamos registraron una tasa de crecimiento interanual del 10% en marzo, prácticamente sin variaciones con respecto a febrero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se intensificó de nuevo, y el repunte observado desde principios del 2004 se vio impulsado, fundamentalmente, por la evolución de los préstamos a plazos más cortos. No obstante, en marzo, los préstamos a corto plazo siguieron creciendo a un ritmo más moderado, en términos interanuales, que los préstamos a más largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 2,3% en marzo, desde el 4,1% del mes precedente (véase cuadro 1). Esto se debió principalmente al marcado descenso de las tenencias de valores emitidos por parte del sector público, lo que posiblemente apunte a una mayor preferencia del sector tenedor de dinero por activos a vencimientos más largos.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) prácticamente no registró variaciones y se situó en

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

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2004 II	2004 III	2004 IV	2005 I	2005 Feb	2005 Mar
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>41,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>
Hasta un año	30,9	-2,4	-1,4	1,6	3,3	3,7	4,2
De uno a cinco años	17,4	5,1	6,0	5,8	6,7	6,4	6,8
Más de cinco años	51,7	7,0	7,3	7,0	6,9	6,9	6,8
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>50,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,5	4,9	6,0	6,2	6,4	6,4	6,7
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	68,4	8,7	9,3	9,9	10,1	10,1	10,0
Otras finalidades	18,2	2,1	2,2	1,9	2,1	2,2	2,0
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>14,8</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>23,1</b>	<b>24,2</b>	<b>23,5</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>

Fuente: BCE.

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

el 9,7% en marzo (véase cuadro 1). Esta evolución corrobora la opinión de que el comportamiento de los residentes en la zona del euro en la asignación de carteras ha continuado normalizándose, y las tenencias de liquidez se han estado dirigiendo de manera creciente hacia instrumentos con vencimientos más largos, procedentes, posiblemente en su mayor parte, de participaciones en fondos del mercado monetario.

Los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro ascendieron a 100 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta marzo, en comparación con 121 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta febrero (véase gráfico 4). Dado que la evolución de esta posición refleja las operaciones entre las instituciones distintas de IFM de la zona del euro y no residentes que se liquidan a través del sector de IFM de la zona, esta disminución apunta a una moderación en el proceso de sustitución de las tenencias de liquidez de los no residentes en la zona del euro por activos denominados en euros y a menores reticencias para invertir en activos de fuera de la zona del euro por parte del sector tenedor de dinero de la zona.

Sintetizando la información procedente de las contrapartidas de M3, por un lado, el fortalecimiento de la demanda de préstamos de las IFM, favorecida por los reducidos tipos de interés, continuó causando un impacto positivo sobre el crecimiento de este agregado monetario. Por otro, la intensa expansión actual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y la moderación observada en los flujos interanuales de los activos exteriores netos apuntan a una reasignación de carteras en favor de activos no monetarios, moderando la evolución de M3. A pesar de estas indicaciones de un desplazamiento en las carteras de activos líquidos desde el dinero hacia activos a más largo plazo y de mayor riesgo, el todavía aparentemente elevado nivel de aversión al riesgo por parte de los tenedores de dinero, sobre todo en lo que respecta a la inversión en activos de fuera de la zona del euro, parece estar impidiendo que la normalización del comportamiento en la asignación de carteras se lleve a cabo con más rapidez.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

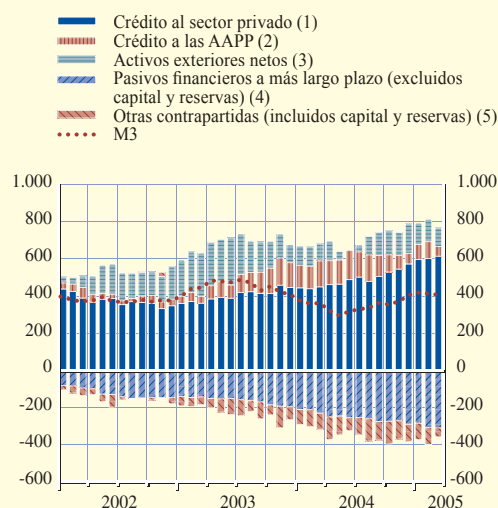
*En febrero, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro registró un incremento que se sustentó en la intensa actividad emisora del sector financiero. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas por parte de los citados residentes se mantuvo moderada.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 7,5% en febrero del 2005, desde el 7,2% del mes precedente (véase gráfico 5). Ese mes,

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.

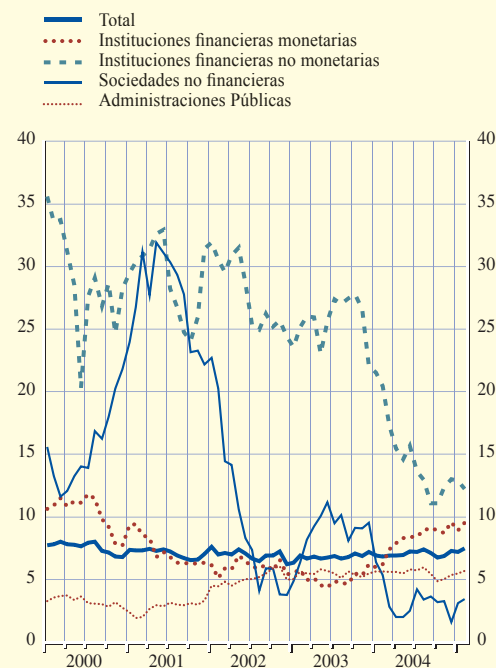
el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo se incrementó 1,7 puntos porcentuales, hasta el 3,4%, con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, sobre todo a tipo de interés variable, continuó aumentando con intensidad y se situó en el 7,9% en febrero.

En cuanto al detalle por sectores, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM continuó aumentando de manera acusada, hasta el 9,5% en febrero del 2005 (véase cuadro 3), en consonancia con la tendencia al alza observada desde mediados del 2003. Dentro de este sector, la tasa de crecimiento más alta se registró en los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, que alcanzó el 20,1% en febrero. Es muy probable que esta evolución se deba a que las entidades de crédito aprovecharon los favorables costes de endeudamiento, sobre todo a tipo de interés variable, para financiar el persistente e intenso crecimiento del crédito, principalmente de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y, más recientemente, también de los préstamos a las sociedades no financieras.

El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó ligeramente, hasta el 3,4%, en febrero del 2005, retornando al nivel de noviembre del 2004. Desde una perspectiva a más largo plazo, la emisión de renta fija privada por parte de este sector

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2004 IV	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2005 Ene	2005 Feb
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>9.305</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>
IFM	3.592	6,3	8,0	8,7	9,0	8,9	9,5
Instituciones financieras no monetarias	757	20,5	15,5	13,3	11,8	12,9	12,2
Sociedades no financieras	593	5,9	2,2	3,6	3,0	3,1	3,4
Administraciones Públicas	4.363	5,6	5,6	5,8	5,1	5,5	5,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	4.114	4,8	5,0	5,2	4,6	5,0	5,3
Otras Administraciones Públicas	250	21,4	18,5	16,4	14,4	14,8	12,7
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.035</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
IFM	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,5
Instituciones financieras no monetarias	406	3,1	1,6	1,7	1,5	0,8	0,9
Sociedades no financieras	2.985	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	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».

sigue siendo relativamente moderada en comparación con las elevadas tasas medias de crecimiento registradas tras la introducción del euro. Es muy probable que el reducido recurso neto a los valores distintos de acciones esté relacionado con la positiva evolución de los beneficios empresariales en el 2004, que, en general, mejoraron la disponibilidad de financiación interna y, en consecuencia, redujo las necesidades de financiación externa de las empresas. Al mismo tiempo, el reducido crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones parece ir a la zaga de los recientes aumentos del crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, apuntando, posiblemente, a una actitud más favorable al crédito por parte de las IFM, como también se reflejó en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril (véase recuadro 2).

Las IFM y las sociedades no financieras también pueden captar financiación externa de manera indirecta a través de las instituciones financieras no monetarias. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento de la actividad emisora de este sector se mantuvo intenso, y se situó en el 12,2% en febrero del 2005, en comparación con un crecimiento medio del 15,1% en el 2004.

En cuanto al sector público, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central continuó incrementándose moderadamente en febrero, hasta el 5,3%, superando con ello la tasa media de crecimiento interanual registrada en 2004, el 4,9%. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por otras Administraciones Públicas, principalmente las Administraciones Locales, mantuvo su intensidad, aunque descendió hasta el 12,7% en febrero del 2005.

## Recuadro 2

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DE 2005

En este recuadro se describen los principales resultados de la encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios de abril del 2005<sup>1</sup>. En general, la encuesta muestra que, en el primer trimestre del 2005, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares volvieron a relajarse de manera significativa. Así, los resultados apuntan a la consolidación de las tendencias observadas anteriormente en la política crediticia de las entidades de crédito ubicadas en la zona del euro. Para el segundo trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta esperaban que los criterios de aprobación del crédito a empresas prácticamente no se modifiquen, así como una relajación de los criterios de concesión de los préstamos a hogares.

#### Préstamos o líneas de crédito a empresas

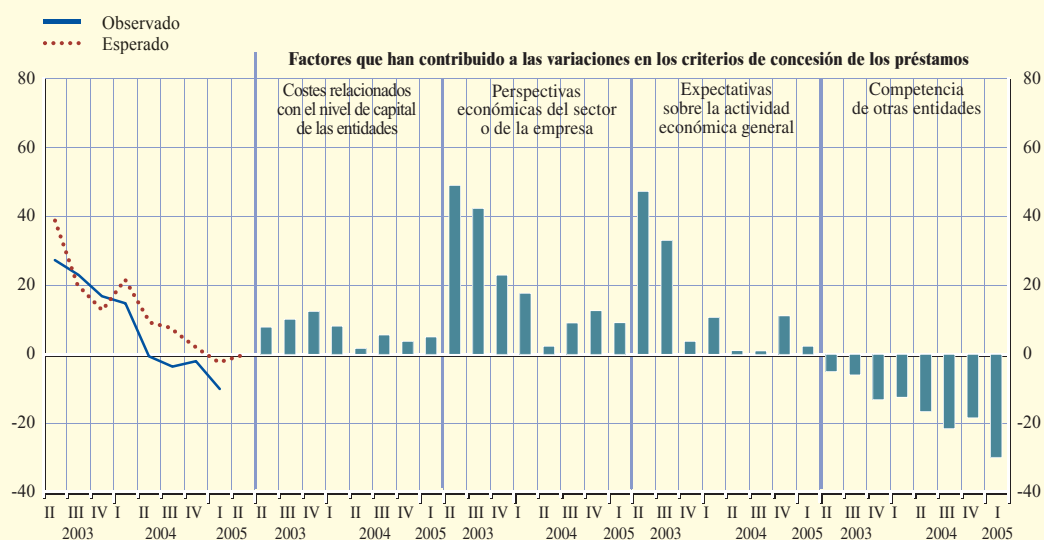
**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en términos netos, los criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas volvieron a relajarse<sup>2</sup> en el primer trimestre del 2005. Esta relajación neta fue bastante más pronunciada que la del trimestre anterior (-10%, en comparación con el -2%). Este ha sido el cuarto trimestre consecutivo en el que, en términos netos, los citados criterios de concesión de préstamos se han relajado, continuando con la tendencia a la baja observada desde que se empezó a realizar la encuesta sobre préstamos bancarios (véase el primer panel del gráfico A). Entre los factores que explican los cambios en los criterios

1 El 6 de mayo de 2005 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril del 2005 que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).

2 El término «relajación neta» refleja el hecho de que el porcentaje de entidades que han indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han relajado es superior al que ha señalado que se han endurecido.

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

(en porcentaje neto)



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

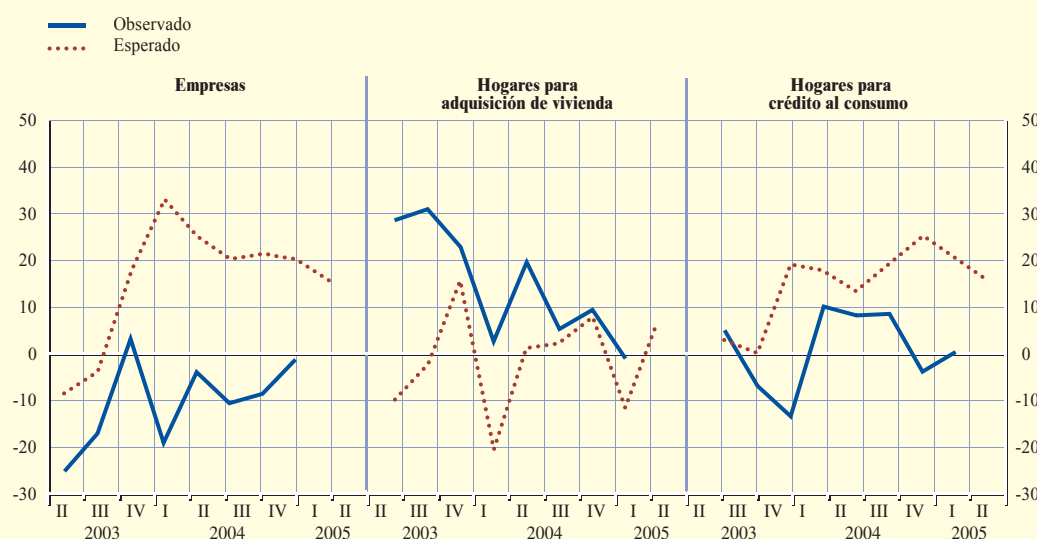
de concesión, el que más contribuyó a que éstos se relajaran fue la competencia de otras entidades (véase el quinto panel del gráfico A). Al mismo tiempo, la percepción de riesgos sobre las expectativas relativas a la actividad económica general descendió hasta niveles muy reducidos, aunque continuó actuando como factor compensador. En cuanto a las condiciones del crédito, la nueva relajación de los criterios de aprobación se llevó a cabo, principalmente, a través de fuertes reducciones de los márgenes de los préstamos ordinarios y, por primera vez desde que empezó a efectuarse la encuesta, de reducciones de los gastos excluidos intereses. En cuanto al tamaño de los prestatarios, las entidades indicaron que se había producido una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión del crédito a las pequeñas y medianas empresas, y también a las grandes empresas.

**Demanda de préstamos:** En el primer trimestre del 2005, la demanda neta<sup>3</sup> de préstamos a empresas se recuperó ligeramente, pero se mantuvo negativa (véase el primer panel del gráfico B). Esta evolución se debió fundamentalmente al incremento de la demanda neta de préstamos por parte de las pequeñas y medianas empresas, y ha sido el segundo trimestre consecutivo en el que las entidades han señalado un aumento de la demanda. Los factores que más contribuyeron a la persistencia de una demanda neta negativa fueron, según las entidades participantes en la encuesta, el hecho de que la inversión en capital fijo se mantuvo moderada, el uso de fuentes alternativas de financiación empresarial (principalmente, la financiación interna relacionada con la mejora de la rentabilidad) y la mayor competencia de otras entidades. No obstante, las entidades participantes apuntaron a un aumento

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

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

(en porcentaje neto)



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

de las necesidades de financiación de las empresas para existencias, capital circulante y operaciones de fusión y adquisición, un factor importante en la mejora relativa de la demanda de préstamos por parte de las empresas en los tres primeros meses del 2005.

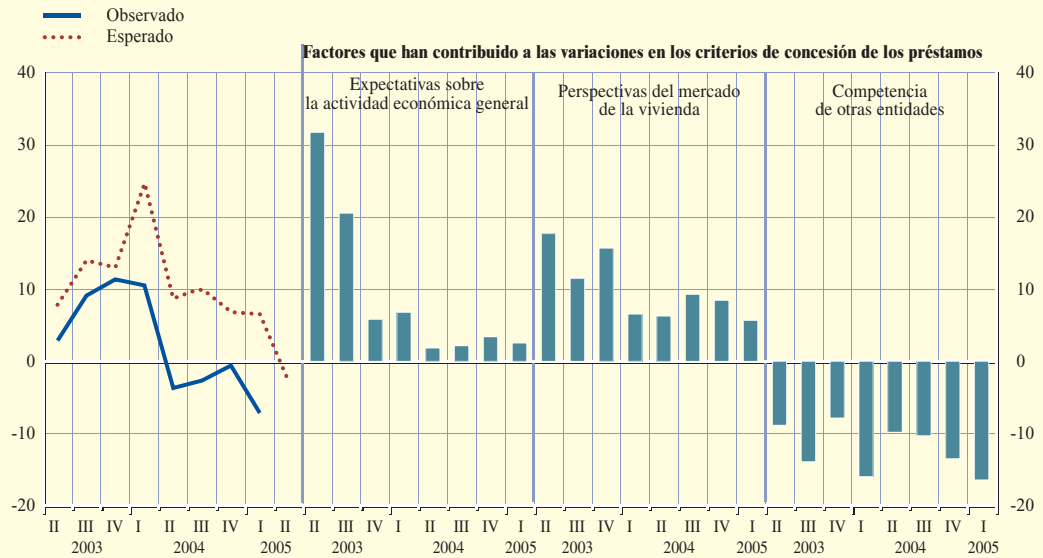
**Expectativas:** Para el segundo trimestre del 2005 las entidades participantes en la encuesta esperaban que, en general, los criterios de aprobación del crédito a empresas prácticamente no se modificaran (véase el primer panel del gráfico A). Al mismo tiempo, las entidades esperaban un aumento considerable de la demanda neta de préstamos a empresas (véase el primer panel del gráfico B), así como que esta demanda neta positiva prevista fuera más pronunciada en los préstamos a las pequeñas y medianas empresas que a las grandes empresas.

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** Las entidades participantes en la encuesta señalaron que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado, en términos netos, en el primer trimestre del 2005 (véase el primer panel del gráfico C). Esta relajación neta se debió, en parte, a un nuevo aumento de la competencia de otras entidades de crédito (véase el cuarto panel del gráfico C), mientras que la percepción de riesgo de las entidades en lo que respecta a las expectativas relativas a la actividad económica general y a las perspectivas del mercado de la vivienda contribuyeron algo menos al endurecimiento neto de los citados criterios en el primer trimestre del 2005 que en trimestres anteriores (véanse el segundo y tercer panel del gráfico C). En cuanto a las condiciones del crédito, las entidades indicaron que la relajación neta de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda fue atribuible, principalmente, a una reduc-

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

(en porcentaje neto)



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

ción sustancial de los márgenes de los préstamos ordinarios y, en menor medida, a la ampliación del plazo de vencimiento de los nuevos préstamos.

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda descendió en el primer trimestre del 2005 y, por primera vez desde que se inició la encuesta sobre préstamos bancarios, pasó a ser negativa (véase el segundo panel del gráfico B). Los factores que más han contribuido a esta evolución fueron la caída de la confianza de los consumidores y un aumento del gasto en consumo no relacionado con la vivienda.

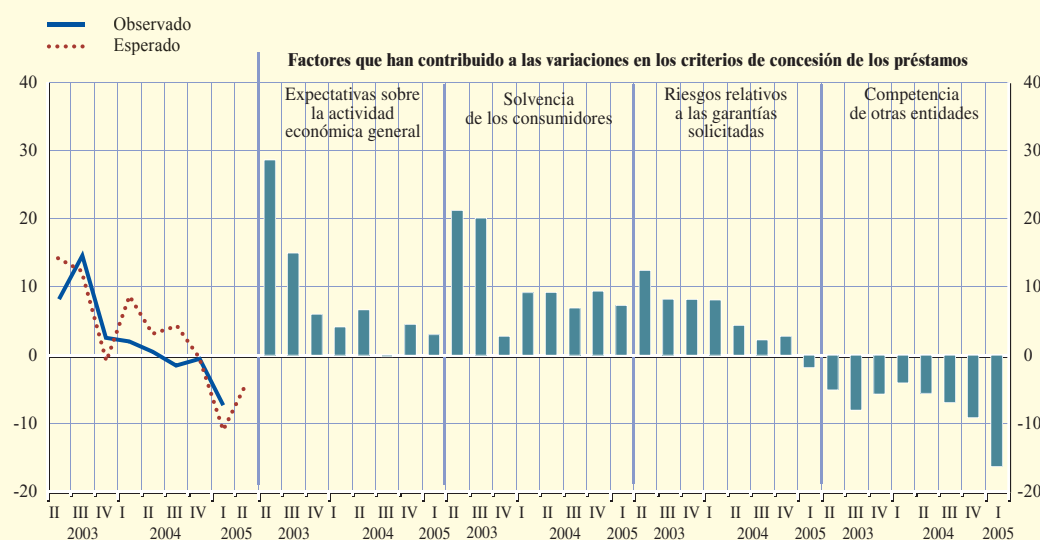
**Expectativas:** Para el segundo trimestre del 2005, las entidades participantes en la encuesta preveían una leve relajación, en términos netos, de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda (véase el primer panel del gráfico C). Esta fue la primera ocasión en que las entidades indicaron que esperaban una relajación neta de los mencionados criterios, ya que las condiciones del crédito tendieron a ser más flexibles de lo previsto. Las entidades participantes también esperaban que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se recupere y se torne positiva en el segundo trimestre del 2005 (véase el segundo panel del gráfico B).

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

**Criterios de aprobación del crédito:** En lo que respecta al crédito a hogares para consumo, los criterios de aprobación registraron una nueva relajación, en términos netos, en el primer trimestre del

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

(en porcentaje neto)



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

2005 (véase el primer panel del gráfico D). El factor que más contribuyó a esta evolución fue el marcado incremento de la competencia de entidades no bancarias y de otras entidades de crédito (véase el quinto panel del gráfico D). La pronunciada percepción de riesgos en lo que respecta a la solvencia de los consumidores y la preocupación sobre la actividad económica general continuaron actuando como factores compensadores, aunque en menor medida que en el trimestre anterior (véanse el segundo y tercer panel del gráfico D). Las entidades de crédito relajaron las condiciones del crédito al consumo fundamentalmente a través de una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios.

**Demanda de préstamos:** Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares prácticamente no registró variaciones en el primer trimestre del 2005 (véase el tercer panel del gráfico B), lo que puede tener su origen en factores opuestos. Por un lado, en los tres primeros meses del 2005, la demanda neta se vio negativamente afectada, en particular, por el deterioro de la confianza de los consumidores. No obstante, por otro, las entidades señalaron que el menor ahorro de los hogares contribuyó al incremento general, en términos netos, de la demanda de este tipo de préstamos en el primer trimestre del 2005.

**Expectativas:** Para el segundo trimestre del 2005, las entidades participantes esperaban que se produzca una relajación neta de los criterios de concesión (véase el primer panel del gráfico D) y un aumento de la demanda neta de crédito al consumo (véase el tercer panel del gráfico B).



## ACCIONES COTIZADAS

La emisión de acciones se mantuvo moderada en febrero del 2005 y, en consecuencia, el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro fue del 1,1% en febrero, prácticamente sin modificaciones con respecto al mes precedente (véanse gráfico 6 y cuadro 3). En cuanto al detalle por sectores, el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo especialmente contenido, en el 0,8%, en febrero del 2005. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se redujo ligeramente, hasta el 2,5%, en el citado mes, mientras que el de las emitidas por las instituciones financieras no monetarias (incluidas las empresas de seguros) prácticamente no registró variaciones y se situó en el 0,9% en febrero. La exigua emisión neta de acciones cotizadas fue atribuible a la escasa necesidad de recurrir a fuentes de financiación externa y al reducido coste de la financiación mediante deuda.

## 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*En abril del 2005, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron estables, en general, mientras que los tipos de interés a más largo plazo disminuyeron gradualmente. En consecuencia, la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó durante ese mes.*

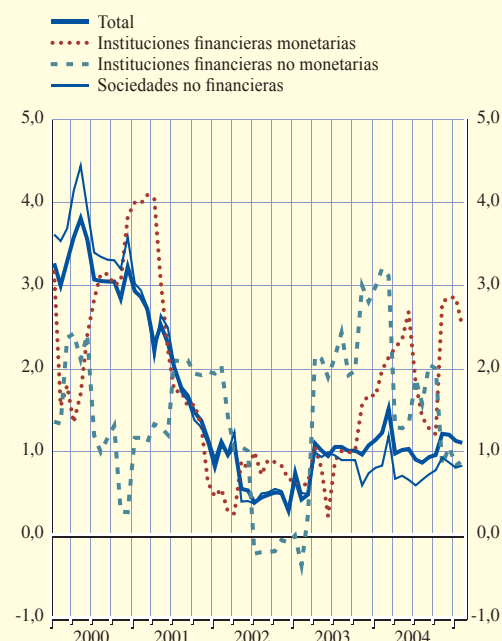
En abril del 2005, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos de la curva de rendimientos se mantuvieron, en general, estables. En ese período, el EURIBOR a doce meses se redujo ligeramente con respecto al nivel observado en marzo y, en consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos se aplanó durante el mes. El 3 de mayo, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes era de 9 puntos básicos, es decir, 16 puntos básicos por debajo del nivel de finales de marzo (véase gráfico 7).

Entre finales de marzo y el 3 de mayo, los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con fecha de entrega en junio, septiembre y diciembre del 2005 cayeron hasta 32 puntos básicos, situándose en el 2,11%, el 2,11% y el 2,17%, respectivamente.

Los tipos de interés del mercado monetario a los plazos más cortos se mantuvieron estables, en general, en abril del 2005, en niveles próximos al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema. Ese mes, los tipos de interés marginal y medio ponderado de las OPF del Eurosistema fueron de aproximadamente el 2,05%. El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) no se modificó y se situó en torno al 2,07% durante la mayor parte del mes. Sin embargo, el último día del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 12 de abril, el EONIA se incrementó hasta el 2,18% como consecuencia de un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 0,9 mm de

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

(tasas de crecimiento interanual)

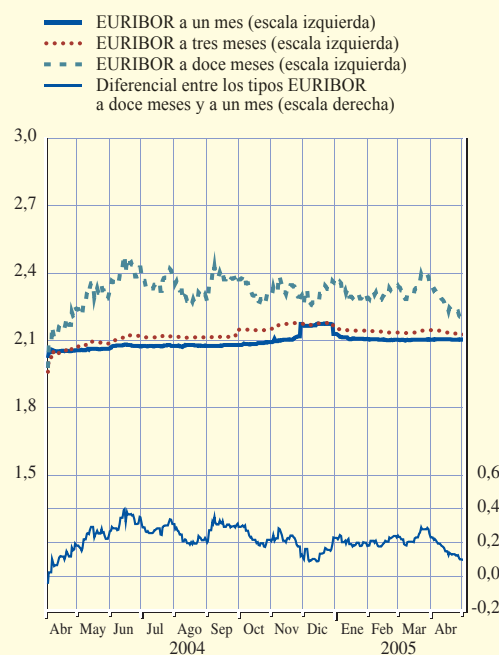


Fuente: BCE.

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

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

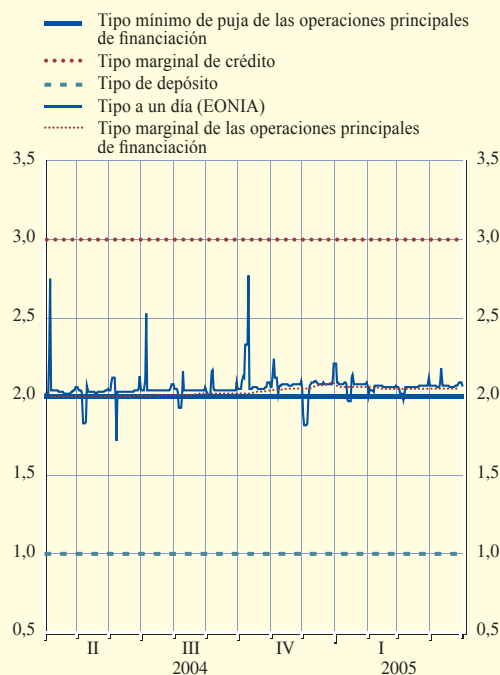
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

euros. El EONIA también se elevó ligeramente, hasta el 2,09%, el 29 de abril, como consecuencia del efecto de fin de mes. El 3 de mayo, el EONIA retornó al 2,07%, el nivel observado antes de finales de mes (véase gráfico 8).

En la operación de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidada el 28 de abril de 2005, los tipos de interés marginal y medio ponderado se situaron en el 2,08% y el 2,09% respectivamente, 1 punto básico por debajo de los tipos correspondientes en la subasta anterior, que tuvo lugar el 31 de marzo de 2005. En comparación con el EURIBOR a tres meses vigente el 28 de abril, estos tipos se redujeron 5 y 4 puntos básicos, respectivamente.

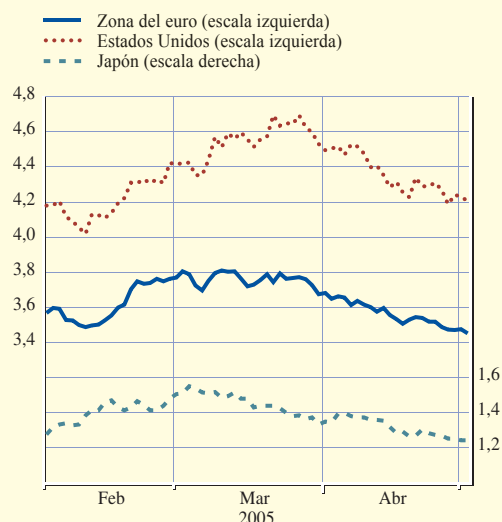
## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en los principales mercados, como consecuencia, probablemente, de una percepción menos favorable de las perspectivas de crecimiento por parte de los participantes en el mercado. Sin embargo, en este contexto sus expectativas de inflación no experimentaron cambios significativos, tal y como sugieren las reducidas variaciones de las tasas de inflación implícita.*

En abril, la evolución de los tipos de interés a largo plazo fue, en general, similar en los principales mercados internacionales. El rendimiento de la deuda pública a diez años descendió en la zona del euro

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

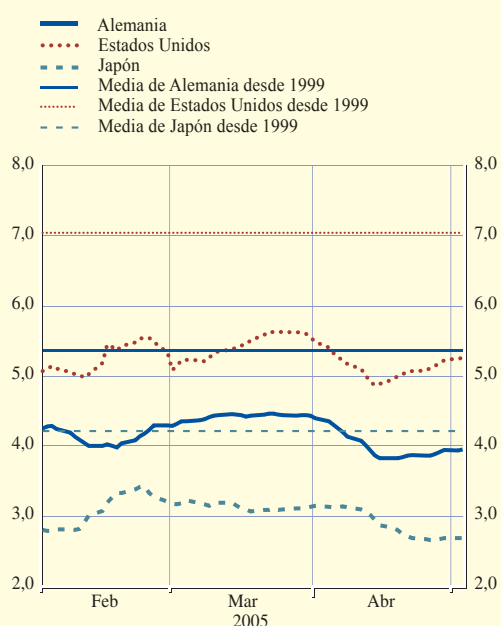
(en porcentaje; datos diarios)



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

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

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



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

y en Estados Unidos, en torno a 20 y 30 puntos básicos, respectivamente, entre finales de marzo y el 3 de mayo (véase gráfico 9). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó ligeramente, situándose alrededor de 75 puntos básicos el 3 de mayo. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años disminuyó también, en cerca de 10 puntos básicos, durante el mismo período. El descenso generalizado del rendimiento de la deuda pública a largo plazo parece ser reflejo, principalmente, de una mayor preocupación de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de crecimiento mundial, tras la publicación de los últimos datos relativos a la actividad económica en los países en cuestión. Además, los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, es decir desde la renta variable a la renta fija, pueden haber contribuido también a rebajar el rendimiento de la deuda pública. No obstante, la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, se mantuvo en niveles relativamente reducidos en las principales economías (véase gráfico 10).

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos disminuyó en todos los plazos en el período considerado. En particular, en los plazos más cortos el descenso fue reflejo, en parte, de la reacción de los mercados ante la publicación de las actas de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal celebrada en marzo del 2005, que parecieron inducir a los inversores a revisar ligeramente a la baja sus expectativas respecto al endurecimiento de la política monetaria estadounidense. En los plazos más largos, el descenso del rendimiento de los bonos pareció estar más relacio-

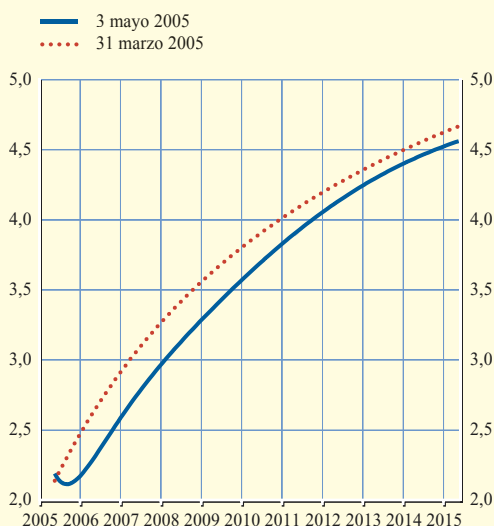
nado con la publicación de los datos relativos a la actividad económica, especialmente las últimas cifras de empleo y de ventas al por menor, que se consideraron menos favorables de lo previsto. Las perspectivas de mayor debilidad de la actividad económica futura, en opinión de los inversores, se reflejó en el menor rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años indiciados con la inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación de los participantes en el mercado relativas a la economía estadounidense, que se traducen en las tasas de inflación implícita a diez años, pueden haber descendido ligeramente en abril (véase el recuadro 3, titulado «Cambio del bono indiciado con la inflación utilizado para calcular las tasas de inflación implícitas a largo plazo»), mostrando que no se dejaron influir por unos datos de inflación medida por el IPC estadounidense que resultaron ser ligeramente más altos de lo previsto en marzo.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en abril hasta niveles muy bajos en términos históricos. La reciente reducción de los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro estuvo fundamentalmente relacionada con las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona por parte de los participantes en el mercado. Además, los desplazamientos de fondos desde los mercados de renta variable a los de renta fija pueden haber ejercido presiones adicionales a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro en todos los plazos. Parece haber crecido especialmente la preocupación de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento en el corto a medio plazo. En consecuencia, el rendimiento real del bono italiano indiciado con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2008 descendió en torno a 20 puntos básicos, mientras que el rendimiento real del análogo bono francés indiciado con la inflación con vencimiento en el 2015 disminuyó de forma menos pronunciada, en 10 puntos básicos, entre finales de marzo y el 3 de mayo. La curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública a corto y medio plazo de la zona del euro se desplazó fuertemente a la baja en abril (véase gráfico 11).

La preocupación de los participantes en el mercado acerca de las presiones inflacionistas en la zona del euro parece haberse reducido ligeramente en abril, tal y como sugiere el descenso, de unos 10 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita a diez años, obtenida de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos franceses indiciados con la inflación con vencimiento en el 2015, que se situó en torno al 2,1% el 3 de mayo.

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 el Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

### Recuadro 3

#### CAMBIO DEL BONO INDICIADO CON LA INFLACIÓN UTILIZADO PARA CALCULAR LAS TASAS DE INFLACIÓN IMPLÍCITAS A LARGO PLAZO

Las tasas de inflación implícitas a largo plazo —que se calculan como el diferencial de rendimientos entre un bono simple y un bono indiciado con la inflación emitidos ambos por la misma entidad y con vencimiento similar— son indicadores muy útiles de las expectativas de inflación media a lo largo de la vida residual de dichos bonos<sup>1</sup>. A partir del Boletín Mensual del BCE de febrero del 2002, las tasas de inflación implícitas de referencia («a diez años») de la zona del euro se han obtenido a partir del bono indiciado con la inflación con vencimiento en el 2012 emitido por el gobierno francés en noviembre del 2001. No obstante, en la actualidad, este bono tiene solamente una vida residual de unos 7,5 años. La emisión de un bono indiciado con la inflación con vencimiento en el 2015 (indiciado también con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco) por parte del gobierno francés en noviembre del 2004 permite introducir un cambio en los bonos subyacentes utilizados para calcular la tasa de inflación implícita de referencia, de forma que refleje las expectativas de inflación de los participantes en el mercado para un período de nuevo lo más próximo posible a los diez años.

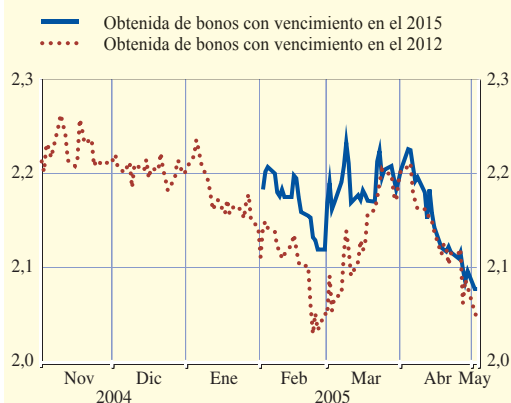
En este recuadro se consideran las consecuencias del cambio de los bonos utilizados para calcular las tasas de inflación implícitas de referencia de la zona del euro que se presentan regularmente en el Boletín Mensual. En aras de la coherencia se ha introducido un cambio similar para calcular las tasas de inflación implícitas registradas en Estados Unidos.

Como puede apreciarse en el gráfico A, hasta ahora la sustitución del bono con vencimiento en el 2012 por el bono con vencimiento en el 2015 únicamente ha dado lugar a una pequeña diferencia en

1 Para más detalles, véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

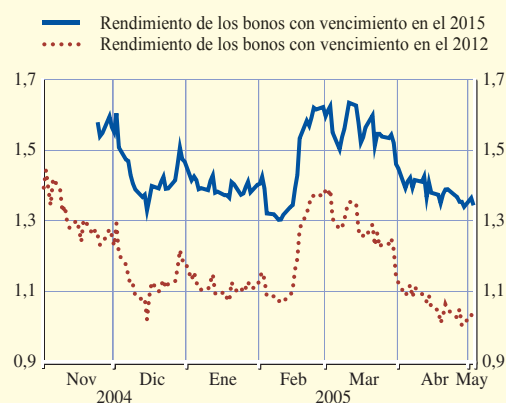
#### Gráfico A Tasas de inflación implícitas en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



#### Gráfico B Rendimiento de los bonos indiciados con la inflación en la zona del euro

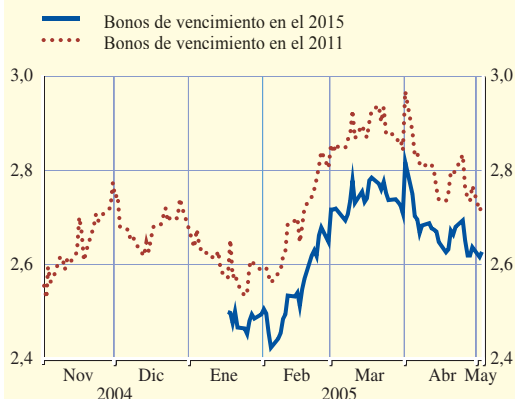
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

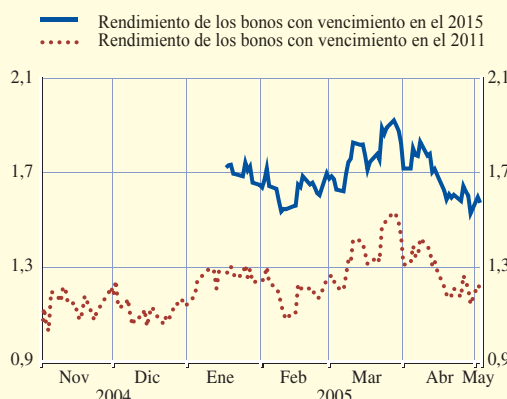
**Gráfico C Tasas de inflación implícitas en Estados Unidos**

(en porcentaje; datos diarios)



**Gráfico D Rendimiento de los bonos indicados con la inflación en Estados Unidos**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

las tasas de inflación implícitas a largo plazo registradas<sup>2</sup>. El 3 de mayo, las dos tasas de inflación implícitas obtenidas a partir de los bonos con vencimiento en el 2015 y en el 2012 se situaron en torno al 2,1%. No obstante, el gráfico A también muestra que, en el periodo comprendido entre principios de febrero y mediados de marzo, las tasas de inflación implícitas calculadas a partir de los bonos con vencimiento en el 2015 se situaron algunos puntos básicos por encima de las obtenidas de los bonos con vencimiento en el 2012. Estas pequeñas diferencias podrían deberse, si se dejan de lado factores de mercado, a unas primas por plazo ligeramente más elevadas, que aumentan en función del plazo de vencimiento, así como a una incertidumbre acerca de la inflación que varía con el tiempo y a las primas de riesgo de inflación incorporadas en los distintos bonos utilizados. Por ejemplo, las subidas de los precios del petróleo en el citado periodo pueden haber contribuido a que, temporalmente, la incertidumbre acerca de la inflación sea superior en horizontes de corto a medio plazo que en horizontes más largos.

En cambio, si se considera el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación —un indicador de los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro—, el rendimiento del bono con vencimiento en el 2015 se situaba el 3 de mayo unos 30 puntos básicos por encima del correspondiente al bono con vencimiento en el 2012 (véase gráfico B). Esto se debe al hecho de que la pendiente de la curva de rendimientos de los tipos de interés reales está aumentando su inclinación.

En lo que respecta a Estados Unidos se introdujo un cambio similar en los bonos utilizados para calcular la tasa de inflación implícita, con el fin de lograr su comparabilidad con los datos de la zona del euro. Actualmente, los rendimientos de los bonos indicados con la inflación y las correspondientes tasas de inflación implícitas en este país se basan en un bono indicado con la inflación con ven-

<sup>2</sup> Las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación con vencimiento en el 2012 y en el 2015 se determinan a partir de una comparación con bonos nominales franceses con vencimiento similar. Para evitar las distorsiones causadas por desajustes en los vencimientos, se seleccionan los bonos nominales de manera que se ajusten en la medida de lo posible al vencimiento de los bonos indicados con la inflación. En consecuencia, hasta febrero del 2005 no se dispuso de tasas de inflación implícitas obtenidas de bonos con vencimiento en el 2015, ya que el bono nominal subyacente se emitió ese mes.

cimiento en el 2015 emitido recientemente por el Tesoro estadounidense, en lugar de en el bono indiciado con la inflación con vencimiento en el 2011 utilizado anteriormente. El 3 de mayo, la tasa de inflación implícita extraída de los bonos con vencimiento en el 2015 se situaba aproximadamente 10 puntos básicos por debajo de la calculada a partir de los bonos con vencimiento en el 2011 (véase gráfico C). Esto puede obedecer a que, actualmente, la preocupación de los participantes en el mercado acerca de la inflación es mayor a corto y medio plazo que en horizontes temporales más largos. El 3 de mayo, el rendimiento real a diez años del bono indiciado con la inflación con vencimiento en el 2015 se situaba alrededor de 40 puntos básicos por encima del rendimiento del bono correspondiente con vencimiento en el 2011 (véase gráfico D).

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

*En febrero del 2005, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM prácticamente no registraron variaciones. Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por este sector a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares se redujeron ligeramente.*

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos depósitos y préstamos no registraron variaciones en febrero del 2005 (véanse gráfico 12 y cuadro 4). La única excepción reseñable fue una caída de 75 puntos básicos del tipo de interés a corto plazo aplicado a los préstamos a hogares para consumo, debido, principalmente, a un acusado descenso de este tipo en un país.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM prácticamente no se han modificado desde julio del 2003, reflejando la evolución de los tipos de interés del mercado monetario similares. Entre junio del 2004 y enero del 2005, por ejemplo, los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras y a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda permanecieron, en general, invariables. En el mismo período, los tipos aplicados a los depósitos a plazo hasta un año de los hogares y de las sociedades no financieras sólo registraron un moderado incremento (en torno a 5 puntos básicos).

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones a plazos más largos descendieron levemente en febrero (véanse gráfico 13 y cuadro 4). La única excepción notable fue el tipo de interés aplicado a los depósitos a largo plazo (a más de dos años) de las sociedades no financieras, que se incrementó unos 30 puntos básicos ese mes, compensando con ello el descenso general similar registrado por este tipo en los dos meses anteriores.

Desde una perspectiva a más largo plazo, desde junio del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM han descendido de manera acorde con la evolución de los tipos de interés de mercado a plazos similares (el rendimiento de la deuda pública a cinco años, por ejemplo, ha disminuido unos 65 puntos básicos desde entonces). En ese mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras (con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años) y a los hogares para adquisición de vivienda (con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) se redujeron en torno a 35 y 45 puntos básicos, respectivamente. De igual modo, los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo a más de dos años de los hogares descendió ligeramente (unos 10 puntos básicos) en el citado período, mientras que, en general, el tipo correspondiente aplicable a los depósitos de las sociedades no financieras no se modificó.

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

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

							Variaciones en puntos básicos hasta Feb 2005		
	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene	2005 Feb	2003 Ene	2004 Nov	2005 Ene
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos</b>									
Depósitos de los hogares									
A plazo hasta un año	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	1,92	-66	-1	-1
A plazo a más de dos años	2,48	2,53	2,49	2,31	2,41	2,35	-71	-14	-7
Disponibles con preaviso hasta tres meses	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	1,97	-33	-4	-1
Disponibles con preaviso a más de tres meses	2,52	2,52	2,51	2,52	2,49	2,49	-79	-2	0
Depósitos a la vista de las sociedades no financieras									
	0,89	0,89	0,89	0,91	0,92	0,92	-26	2	0
Depósitos de las sociedades no financieras									
A plazo hasta un año	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	2,04	-68	0	0
A plazo a más de dos años	3,52	3,53	3,53	3,46	3,23	3,54	-33	1	3
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos</b>									
Préstamos a hogares para consumo									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	6,93	6,75	6,81	6,78	7,00	6,25	-92	-56	-75
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	3,43	-93	-5	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	4,38	-99	-27	-5
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras									
	5,38	5,40	5,37	5,27	5,36	5,30	-77	-6	-6
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	3,94	-93	-7	-4
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	4,36	-79	-19	-9
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año	3,00	2,98	2,95	3,04	3,02	3,03	-70	8	0
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	3,79	-76	-36	-17
<b>Pro memoria:</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	-69	-3	-1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	2,45	-18	4	6
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	2,97	-44	-11	4

Fuente: BCE.

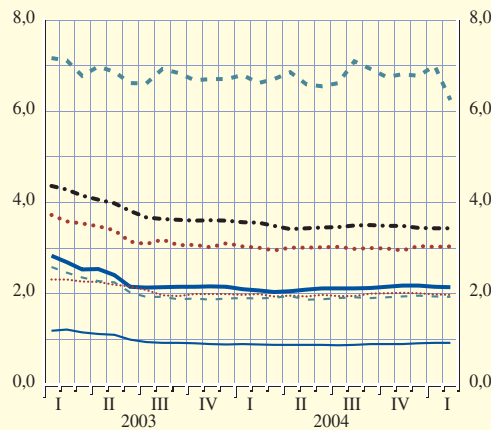
1) Para el período posterior a diciembre del 2003, los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM se calculan utilizando las ponderaciones por países obtenidas a partir de la media móvil de doce meses de las nuevas operaciones. Para el período anterior, comprendido entre enero y noviembre del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



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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

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



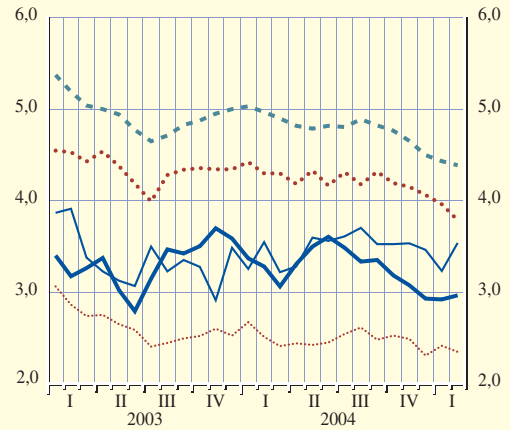
Fuente: BCE.

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

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

(en porcentaje; tipos de interés ponderados de las nuevas operaciones<sup>1)</sup>)

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

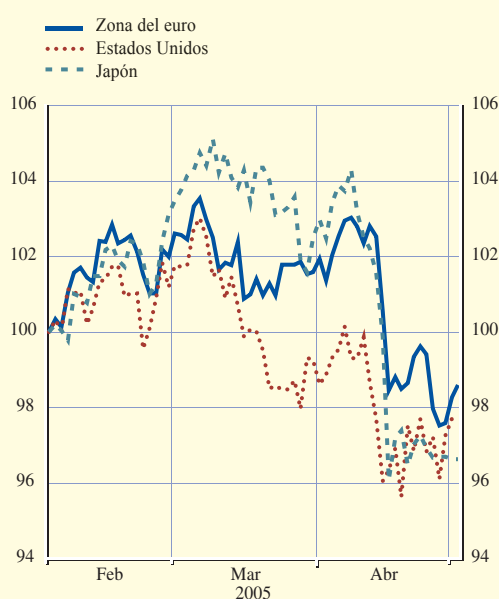
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En general, las cotizaciones bursátiles bajaron notablemente en los mercados internacionales en abril. La preocupación creciente de los inversores respecto a las perspectivas de crecimiento de las principales economías contribuyó a la caída de las cotizaciones y al aumento de la incertidumbre de los mercados bursátiles internacionales.*

Las cotizaciones bursátiles de las principales economías experimentaron un retroceso en abril, continuando la tendencia a la baja iniciada en el mes anterior (véase gráfico 14). En general, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500, respectivamente, perdieron alrededor de un 3% y un 2% entre finales de marzo y el 3 de mayo. En Japón, el índice Nikkei 225 cayó también, cerca de un 6%, durante el mismo período. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, aumentó considerablemente en los

Gráfico 14 Índices bursátiles

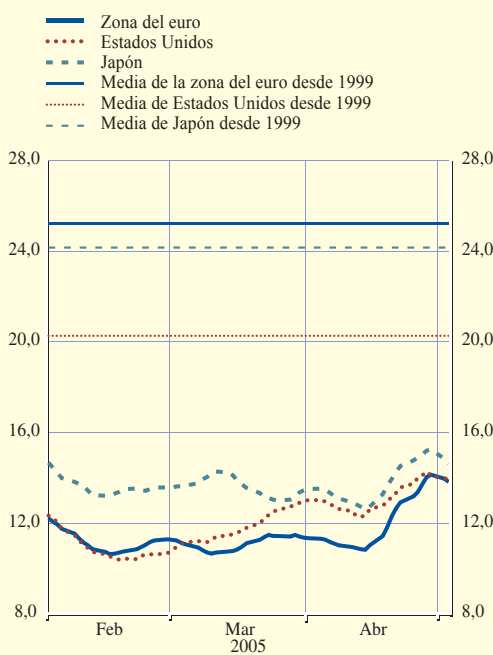
(índice: 1 febrero 2005 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

principales mercados, aunque permaneció en un nivel todavía muy inferior a su media desde 1999 (véase gráfico 15).

En Estados Unidos, varios factores influyeron en las cotizaciones bursátiles en abril. La publicación de datos de empleo y de ventas al por menor menos favorables de lo previsto provocó cierta inquietud acerca de la fortaleza del crecimiento futuro de la economía estadounidense. Además, las mayores primas de riesgo para los valores de renta variable exigidas por los inversores parecen haber incidido también en las cotizaciones bursátiles estadounidenses. Esta interpretación concuerda, asimismo, con un aumento de la incertidumbre percibida, reflejada por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones. Sin embargo, la caída de las cotizaciones bursátiles estadounidenses se vio, probablemente, frenada por la repetida publicación de datos indicativos de un crecimiento relativamente vigoroso de los beneficios empresariales y de reducción del rendimiento de la deuda pública a largo plazo, actuando como factor de descuento de los futuros flujos de caja esperados.

El descenso de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro registrado en abril fue también reflejo de la preocupación de los participantes en el mercado en torno a las perspectivas de crecimiento, principalmente tras la publicación de distintos datos que apuntaban a una evolución a la baja del crecimiento de la economía de la zona del euro en el corto plazo. Sin embargo, al mismo tiempo la continuada alta

rentabilidad de las empresas de la zona, unida al menor rendimiento de la deuda pública, actuó probablemente en la dirección contraria.

Al nivel sectorial, el sector de la sanidad superó al índice Dow Jones EURO STOXX amplio. Al mismo tiempo, las cotizaciones bursátiles de las empresas de los sectores de bienes de consumo y de servicios se mantuvieron por debajo del índice general, como consecuencia, posiblemente, de la preocupación de los inversores de que la demanda final en estos sectores pudiera ser menos elevada de lo esperado.

### 3 PRECIOS Y COSTES

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo estable en el 2,1% en marzo del 2005. Por un lado, aumentó la contribución de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, como consecuencia de la subida de los precios del petróleo y de la ola de frío que azotó a algunos países de la zona del euro. Por otro lado, un efecto de base relacionado con la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en algunos países en marzo del 2004 tuvo una incidencia a la baja. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo también en el 2,1% en abril del 2005. La tasa de variación interanual de los precios industriales permaneció sin cambios en el 4,2% en marzo. Si bien se observan ciertas señales de transmisión del aumento de los costes de la energía a los precios industriales de los bienes de equipo y los bienes intermedios, no existe hasta el momento evidencia de que se estén trasladando de forma significativa a los precios industriales de los bienes de consumo. Por lo que se refiere a los costes laborales, los últimos indicadores disponibles concuerdan con la tendencia general de moderación salarial. Los precios del petróleo siguen siendo cruciales para la perspectivas de evolución a corto plazo de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. En general, no se aprecian indicios significativos de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. Así, aunque con cierto retraso, la inflación debería volver a situarse por debajo del 2%. Sin embargo, siguen existiendo riesgos alcistas para la estabilidad de precios en el medio a largo plazo.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE ABRIL DEL 2005

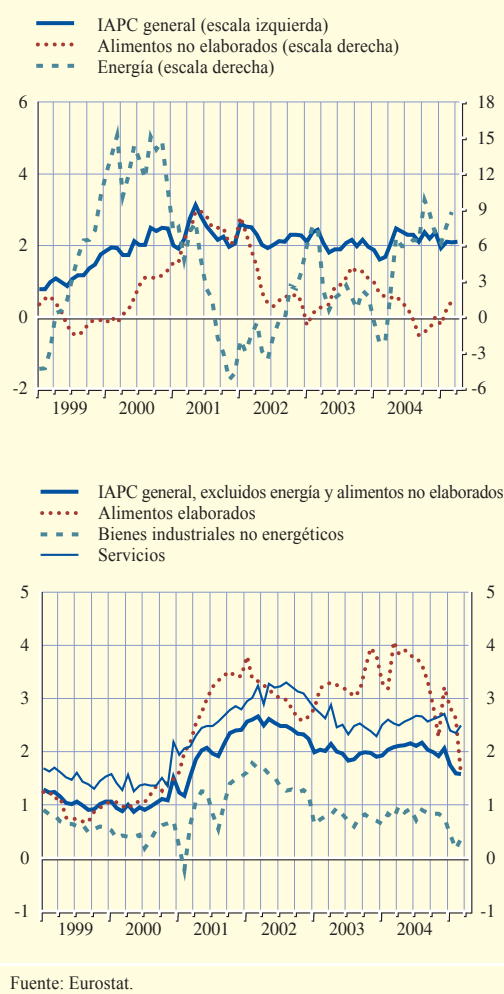
Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 2,1% en abril del 2005. Aunque no se dispone todavía de información detallada sobre los distintos componentes del IAPC, es probable que los precios de la energía hayan ejercido presiones alcistas adicionales. No obstante, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN MARZO DEL 2005

En marzo del 2005, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 2,1%, sin cambios en relación con la observada en febrero. Las presiones inflacionistas generadas por los precios de la energía y de los alimentos no elaborados fueron más acentuadas que en febrero. La tasa de variación interanual del componente energético ascendió al 8,8% en marzo, desde el 7,7% de febrero, como resultado de las recientes subidas de los precios del petróleo (véase gráfico 16). Los precios de los alimentos no elaborados también crecieron más rápidamente, como consecuencia, probablemente, de la ola de frío que padecieron algunos países (por ejemplo, Francia) y que provocó un fuerte aumento de los precios de las frutas y hortalizas.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

## Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2003	2004	2004 Nov	2004 Dic	2005 Ene	2005 Feb	2005 Mar	2005 Abr
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1
Energía	3,0	4,5	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	.
Alimentos no elaborados	2,1	0,6	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	.
Alimentos elaborados	3,3	3,4	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	.
Servicios	2,5	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	1,4	2,3	3,7	3,5	3,9	4,2	4,2	.
Precios del petróleo (euro/barril)	25,1	30,5	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4	41,4
Precios de las materias primas no energéticas	-4,5	10,8	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4	-1,9

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

Sin embargo, la mayor contribución de los componentes más volátiles se vio compensada por un efecto de base derivado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en algunos países en marzo del 2004. Este efecto de base redujo sensiblemente la contribución de los precios de los alimentos elaborados y explica también el motivo por el que, pese a registrarse algún incremento de las tasas de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios (véase cuadro 5), la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados, permaneció sin cambios en el 1,6% (véase gráfico 16).

Los últimos datos disponibles para el 2004 muestran que los precios de los inmuebles residenciales continuaron registrando fuertes aumentos en el conjunto de la zona del euro (véase recuadro 4).

### Recuadro 4

#### TENDENCIAS RECIENTES DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

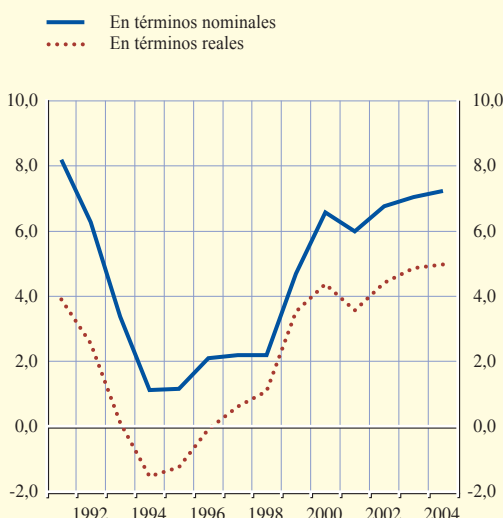
La evolución de los precios de los inmuebles residenciales es un factor importante en la valoración de las decisiones de política monetaria orientadas a mantener la estabilidad de precios a medio plazo<sup>1</sup>. Por ejemplo, variaciones en los precios de los inmuebles residenciales pueden incidir en el comportamiento de consumo de los hogares, especialmente a través del efecto riqueza, y en la inversión en esta clase de inmuebles. También pueden afectar a la evolución del crédito. Aunque los precios de los inmuebles residenciales no están incluidos en el IAPC, pueden tener un impacto indirecto sobre algunos de sus componentes, en particular sobre el componente de alquileres. En el presente recuadro se analiza la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona.

Los datos disponibles para el 2004 muestran que los precios de los inmuebles residenciales siguieron experimentando fuertes aumentos en el conjunto de la zona del euro, situándose en niveles cercanos al máximo alcanzado desde comienzos de los años noventa. Se estima que estos precios se elevaron un 7,2% en la zona del euro en el 2004, frente al incremento del 7% registrado en el 2003 (véase gráfico A).

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», en el Boletín Mensual de abril del 2005.

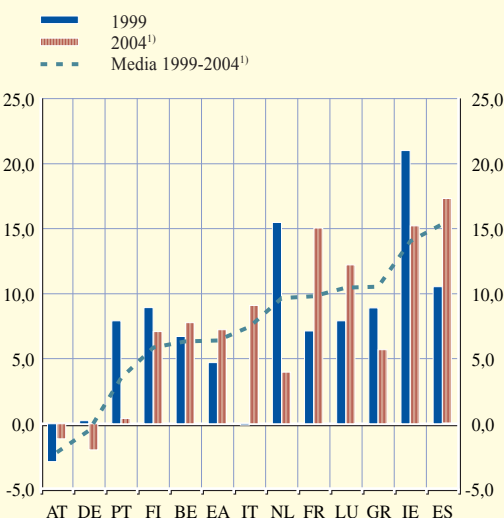
**Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro en términos nominales y reales**

(tasas de variación interanual; datos anuales)



**Gráfico B Variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro y en los distintos países de la zona**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE a partir de datos nacionales no armonizados. Nota: los precios de los inmuebles residenciales en términos reales se obtienen utilizando el IAPC como defactor.

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE. Nota: EA significa zona del euro. 1) Para Austria y Luxemburgo se dispone de datos anuales hasta el 2002; para Bélgica, Grecia e Irlanda, hasta el 2003.

El 2004 es el quinto año consecutivo en el que se observan aumentos del orden del 6%-7%. Tras registrar subidas relativamente modestas (de menos de un 3%) entre 1993 y 1998, en el período comprendido entre los años 1999 y 2004 los precios de los inmuebles residenciales crecieron 3 a 5 puntos porcentuales más que la tasa de inflación medida por el IAPC<sup>2</sup>.

La evolución de los precios de los inmuebles residenciales en cifras agregadas de la zona del euro oculta acusadas disparidades entre los países de la zona, como puede apreciarse en el gráfico B. En promedio, entre los años 1999 y 2004 los precios de los inmuebles residenciales experimentaron incrementos sustancialmente superiores al agregado de la zona del euro en España, Irlanda, Grecia, Luxemburgo, Francia y los Países Bajos, mientras que disminuyeron en Alemania y Austria.

En lo que respecta a la evolución más reciente, según los datos anuales disponibles para el 2004 en los Países Bajos y Portugal se observó una desaceleración de los precios de los inmuebles residenciales, que descendieron por debajo de su tasa media de crecimiento en el período 1999-2004. Estos precios siguieron registrando fuertes aumentos en España y Francia, país en el que se observó una aceleración adicional. Por el contrario, los precios de los inmuebles residenciales bajaron en Alemania, por tercer año consecutivo.

En Bélgica, los datos trimestrales disponibles hasta el segundo trimestre del 2004 apuntan a que las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales se mantuvieron, en general, sin

2 Cabe observar que, debido a la heterogeneidad de los datos nacionales subyacentes, las cifras agregadas de la zona del euro elaboradas por el BCE sólo proporcionan una indicación general de la evolución de los precios de los inmuebles residenciales. Para una información más detallada sobre las limitaciones de los datos, véase el recuadro titulado «Evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2003.

cambios con respecto al 2003. En Irlanda, los datos trimestrales disponibles hasta el tercer trimestre del año pasado sugieren cierta desaceleración en comparación con el año anterior<sup>3</sup>. En Grecia, los datos trimestrales disponibles hasta el tercer trimestre del 2004 muestran una pronunciada desaceleración en relación con el año precedente.

En general, el rápido ritmo de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales registrado en algunas áreas de la zona del euro exige una estrecha vigilancia de la evolución del mercado de la vivienda, debido a sus posibles implicaciones para estas áreas y para la zona en su conjunto.

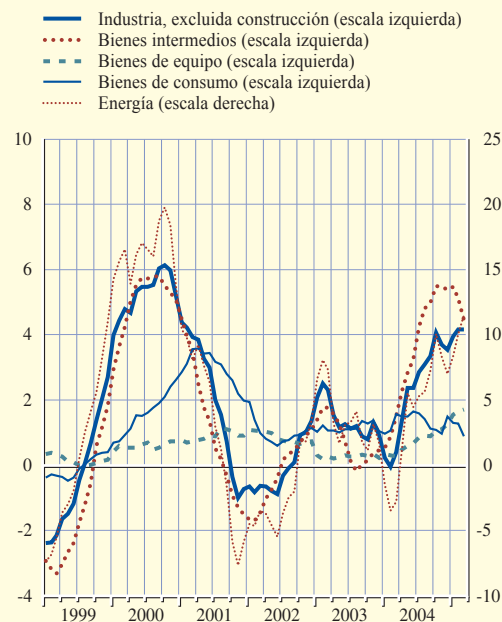
3 En Irlanda, según los datos recopilados por el sector privado (en el índice permanente de precios de la vivienda TSB, disponible hasta el primer trimestre del 2005), los precios de los inmuebles residenciales pueden haber experimentado una deceleración incluso más acentuada después del tercer trimestre del 2004.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo estable en el 4,2% en marzo del 2005 (véase gráfico 17). Esta estabilidad ocultó una nueva elevación de la tasa de variación interanual del componente energético, impulsada por la evolución de los precios del petróleo, mientras que la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, disminuyó. En general, si bien se observan ciertas señales de transmisión del aumento de los costes de la energía a los precios industriales de los bienes de equipo y de los bienes intermedios, no existe hasta el momento evidencia de que se estén trasladando de forma significativa a los precios industriales de los bienes de consumo.

**Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales**

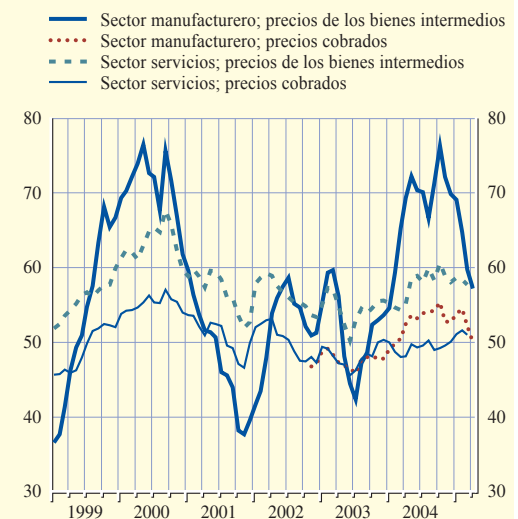
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

Por lo que se refiere a los distintos componentes de los precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía volvió a subir en marzo, hasta el 11,5%, desde el 10% de febrero, como reflejo, principalmente, del impacto de la escalada de los precios del petróleo observada en los últimos meses. En marzo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios descendió por segundo mes consecutivo, aunque permaneció relativamente alta, como resultado, probablemente, del comportamiento de los precios de algunas materias primas en los últimos meses. No obstante, la evolución más reciente podría sugerir cierta inversión hacia tasas de crecimiento más reducidas en el futuro. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo disminuyó en marzo, confirmando la moderada tasa de variación registrada en los dos últimos años. Ello sugiere que la influencia del incremento de los costes de la energía sobre la inflación en los precios industriales de los bienes de consumo ha sido muy limitada hasta el momento. Por último, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo ascendió ligeramente en marzo, hasta el 1,7%, con lo que se mantuvo la tendencia gradual al alza observada desde comienzos del 2004.

En lo relativo a los datos procedentes de las encuestas de opinión, en abril del 2005 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, confirmó la moderación de las presiones sobre los costes en este sector, pese al incremento de los precios de la energía (véase gráfico 18). Sin embargo, el índice de precios de los bienes intermedios se mantuvo por encima de 50, señal de que estos precios seguían aumentando. Asimismo, el índice de precios cobrados en el sector manufacturero disminuyó, alcanzando, por primera vez en más de un año, un nivel indicativo de estabilidad de los precios de producción. Ello sugiere que, como consecuencia, probablemente, de la intensa competencia internacional y del moderado crecimiento de la zona del euro, hasta el momento las empresas manufactureras no han podido trasladar completamente los aumentos de los precios de los bienes intermedios a los precios cobrados. En la fecha de cierre del presente Boletín Mensual, para el sector servicios sólo se disponía de datos hasta marzo, mes en el que los índices de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados descendieron, aunque permanecieron por encima de 50, indicio de persistencia de una tendencia al alza.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Todos los indicadores de crecimiento de los costes laborales descendieron, en promedio, en el 2004, en comparación con el 2003, confirmando el panorama general de moderación salarial en la zona del euro (véanse cuadro 6 y gráfico 19).

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

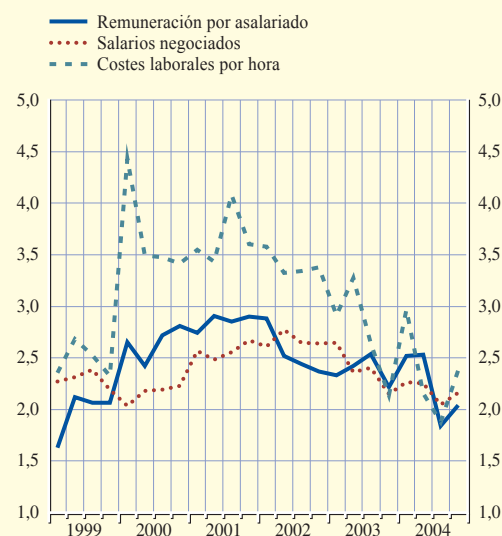
	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Salarios negociados	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Costes laborales totales por hora	2,7	2,3	2,1	3,0	2,2	1,9	2,4
Remuneración por asalariado	2,4	2,2	2,2	2,5	2,5	1,8	2,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,4	1,3	0,6	1,3	1,7	1,3	0,9
Costes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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.



Gráfico 19 Indicadores de costes laborales

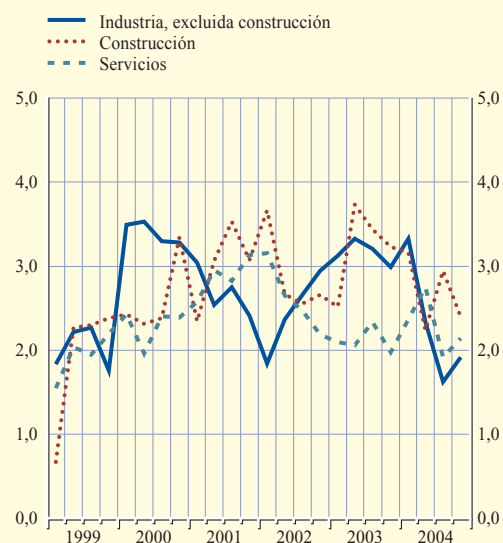
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 20 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado se elevó en el cuarto trimestre, hasta el 2%, desde el 1,8% del tercer trimestre. Este ligero aumento fue, en gran medida, un efecto estadístico relacionado con una inversión de la pronunciada caída registrada en el tercer trimestre en el sector público italiano. Desde una perspectiva a más largo plazo, aunque la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro se revisó al alza hasta el 2,5% (desde el 2,2%) para el primer semestre del 2004 y hasta el 1,8% (desde el 1,5%) para el tercer trimestre, las cifras siguen apuntando a un crecimiento moderado de los salarios en los últimos trimestres.

Los datos sectoriales disponibles, que han sido también objeto de importantes revisiones estadísticas, sugieren que el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado repuntó ligeramente tanto en el sector industrial como en el sector servicios en el cuarto trimestre, aunque disminuyó en el sector de la construcción (véase gráfico 20). En el transcurso del 2004, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se redujo sensiblemente en la construcción y, especialmente, en la industria, mientras que fluctuó sin mostrar una orientación clara en el sector servicios.

Por lo que respecta a otros indicadores de costes laborales, los salarios negociados crecieron un 2,2% en tasa interanual en el cuarto trimestre del 2004, lo que supuso un aumento de 0,2 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre. Para el conjunto del año 2004, el crecimiento medio de los salarios negociados se situó en el 2,2%, ligeramente por debajo de la tasa observada en el 2003. En el cuarto trimestre del 2004, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora fue del 2,4%, cifra superior a la del trimestre anterior, pero todavía inferior a la media del 2,7% registrada en el 2003. Como reflejo de la desaceleración cíclica de la productividad del trabajo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó hasta el 1,1% en el cuarto trimestre, desde el 0,5% del tercer trimestre. No obstante, en el 2004 el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se situó en el 0,9%, nivel relativamente moderado en términos históricos y muy inferior al 2% alcanzado en el año anterior.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A menos que se vea nuevamente afectada por fuertes fluctuaciones de los precios del petróleo o por otras fuentes de volatilidad, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC permanezca en torno a los niveles actuales en los próximos meses. Se ha mantenido la contención salarial en los últimos trimestres y, en un contexto de moderado crecimiento económico y elevado desempleo, esta tendencia debería continuar de momento. En general, no se aprecian indicios significativos de que se estén desarrollando presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro. Así, aunque con cierto retraso, la inflación debería volver a situarse por debajo del 2%. Sin embargo, siguen existiendo riesgos alcistas para la estabilidad de precios, relacionados, principalmente, con la evolución de los precios del petróleo y con la posibilidad de que se produzcan efectos secundarios derivados de la fijación de precios y salarios. A este respecto, será importante vigilar la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro (véase recuadro 5).

#### Recuadro 5

#### EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO PARA LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DEL 2005

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima séptima encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 18 y el 22 de abril de 2005. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

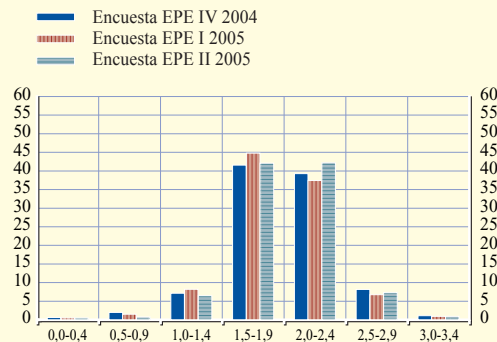
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2005	Mar 2006	2006	Mar 2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE II 2005	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9
Encuesta EPE anterior (EPE I 2005)	1,9	-	1,8	-	1,9
Consensus Economics (abril 2005)	1,8	-	1,7	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2005)	1,9	-	1,7	-	1,9
Crecimiento del PIB real	2005	2005 IV	2006	2006 IV	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE II 2005	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2
Encuesta EPE anterior (EPE I 2005)	1,8	-	2,1	-	2,3
Consensus Economics (abril 2005)	1,5	-	1,9	-	2,1
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2005)	1,6	-	1,9	-	2,1
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2005	Feb 2006	2006	Feb 2007	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE II 2005	8,8	8,7	8,6	8,5	7,6
Encuesta EPE anterior (EPE I 2005)	8,8	-	8,5	-	7,5
Consensus Economics (abril 2005)	8,8	-	8,6	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2005)	8,9	-	8,7	-	7,7

1) En porcentaje de la población activa.

2) En la encuesta EPE actual y en la anterior, así como en el Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2009. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2011-2015.

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

(en porcentaje)



**Gráfico B Probabilidad de que la inflación a cinco años vista sea igual o superior al 2%**

(en porcentaje)



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

En comparación con la encuesta anterior realizada en enero, las expectativas de inflación no experimentaron cambios significativos. Los encuestados esperan que la inflación medida por el IAPC sea, en promedio, del 1,9% en el 2005 y del 1,8% en el 2006. Estas expectativas están 0,1 puntos porcentuales por encima de las recogidas por Consensus Economics, para el 2005, y por Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro, para el 2006. Los encuestados consideran que las perspectivas de inflación están principalmente determinadas por la evolución de los precios del petróleo y que el impacto alcista de los elevados precios del petróleo se ve contrarrestado, en parte, por varios factores moderadores, como la creciente competencia internacional, la persistente fortaleza del euro y la continuada moderación salarial.

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad, expresada en porcentaje, a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo calibran los encuestados, en promedio, el riesgo de que el dato futuro se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A, que muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media anual medida por el IAPC prevista para el 2005 en las tres últimas encuestas, pone de relieve un riesgo alcista en la última encuesta. La probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2005 entre el 2% y el 2,4% es ahora muy cercana a la probabilidad de que se sitúe entre el 1,5% y el 1,9% (en torno al 42%, en ambos casos), lo que supone un aumento con respecto a la encuesta realizada en febrero del 2005. Por el contrario, la distribución de probabilidad para el 2006 apenas ha variado en relación con la encuesta precedente, ya que los encuestados continúan asignando una elevada probabilidad (del 45%) a que la inflación se sitúe entre el 1,5% y el 1,9%. El principal riesgo señalado por los encuestados sigue siendo la evolución de los precios del petróleo.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Los últimos resultados de la encuesta EPE muestran que las expectativas de inflación a cinco años vista no experimentaron cambios, permaneciendo en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en catorce encuestas consecutivas. Estas expectativas se corresponden completamente con las estimaciones publicadas recientemente por Consensus Economics y el Barómetro de la

Zona del Euro. Aunque la distribución de probabilidad asignada a la inflación a largo plazo continúa apuntando a un riesgo alcista, la valoración de este riesgo ha ido moderándose en las últimas encuestas EPE (véase gráfico B)<sup>1</sup>.

Los resultados de la encuesta EPE pueden compararse con las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por el diferencial entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación. En abril del 2005, las tasas de inflación implícita obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, con vencimiento en el 2012 o el 2015 siguieron siendo más elevadas que las expectativas de inflación medidas en la encuesta (véase gráfico C)<sup>2</sup>. No obstante, la tasa de inflación implícita extraída de los mercados financieros no es una simple medida de las expectativas de inflación, sino que recoge también varias primas de riesgo (como la incertidumbre respecto a la inflación y las primas de liquidez). Así pues, estas medidas se ven afectadas cuando los inversores muestran una mayor incertidumbre respecto a sus previsiones y están dispuestos a pagar una prima de cobertura.

**Gráfico C Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo**

(tasas medias de variación interanual)



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

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

En relación con la encuesta EPE anterior, para el 2005 las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1,6%. La estimación para el 2006 se situó en el 2%, tras revisarse también a la baja 0,1 puntos porcentuales en comparación con la encuesta precedente. Estas revisiones a la baja se explican, en parte, por un crecimiento menor que el esperado a finales del 2004, por precios del petróleo más altos de lo previsto y por la fortaleza del euro. Los encuestados consideran que existen riesgos bajistas, en estrecha relación con los factores mencionados anteriormente. También opinan que la evolución de las finanzas públicas en algunos países incide a la baja en la confianza y, por ende, en las expectativas de crecimiento económico. Sin embargo, los encuestados señalan una serie de riesgos alcistas, especialmente las favorables condiciones de financiación y la mejora de la rentabilidad.

Para el 2005, la previsión de crecimiento del PIB real de la encuesta EPE concuerda con la estimación más reciente del Barómetro de la Zona del Euro y se sitúa 0,1 puntos porcentuales por encima de la última estimación de Consensus Economics. En cuanto al 2006, la previsión de la encuesta EPE se sitúa 0,1 puntos porcentuales por encima de las estimaciones de las otras dos encuestas (véase cuadro). En relación con las tasas de crecimiento a cinco años vista del PIB real, la encuesta EPE recoge unas expectativas del 2,2%, lo que supone una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales con respecto a la encuesta precedente. En opinión de un elevado número de encuestados, las perspectivas a largo plazo dependen del éxito de las reformas estructurales.

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

2 La tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el plazo (residual) de los bonos utilizados en su elaboración y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de algunos de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción del concepto de tasa de inflación implícita, véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros» en el Boletín Mensual de noviembre del 2004.

Las expectativas de desempleo para el 2005 no varían en comparación con la encuesta anterior y se mantienen en el 8,8%. Los encuestados consideran que los principales factores que impedirán un descenso más acelerado del desempleo en los próximos años serán el esperado moderado crecimiento del PIB y la persistente reducida utilización de la capacidad productiva. Ello se refleja también en la revisión al alza de las expectativas de desempleo en el 2006, que se sitúan en el 8,6%, 0,1 puntos porcentuales por encima de la encuesta anterior. La tasa esperada de desempleo en el 2009 es del 7,6%, 0,1 puntos porcentuales por encima de la encuesta precedente. Nuevamente, los encuestados subrayan que el descenso de la tasa de paro a largo plazo dependerá de las reformas del mercado de trabajo.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

*La segunda estimación de los datos de contabilidad nacional de la zona del euro para el cuarto trimestre del 2004 confirmó que el PIB se había desacelerado en el segundo semestre del año pasado. También confirmó el repunte experimentado en la contribución de la demanda interna y la aportación negativa de la demanda exterior neta en el cuarto trimestre. En el primer trimestre del 2005, la producción industrial parece haberse estabilizado y los indicadores del gasto de los hogares señalan un crecimiento moderado del consumo privado. En este contexto, no se han registrado cambios significativos en las condiciones del mercado de trabajo. De cara al futuro, siguen dándose las condiciones para que continúe el crecimiento económico moderado.*

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro confirmó el sustancial debilitamiento del crecimiento del PIB real en el segundo semestre del 2004. Mientras que el crecimiento estimado del PIB real se revisaba ligeramente al alza en el tercer trimestre del 2004, del 0,2% al 0,3%, debido principalmente al redondeo, el crecimiento estimado para el cuarto trimestre se mantuvo en el 0,2%. Aunque los efectos de días laborables pueden haber exagerado en parte la debilidad del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre, persiste un panorama de significativa desaceleración en el segundo semestre del año, con respecto al crecimiento medio intertrimestral del 0,6% registrado en el primer semestre. No obstante, se confirmó un crecimiento, ajustado por días laborables, del 1,8% para el año en su conjunto, que fue considerablemente más elevado que el 0,5% observado el año anterior. La dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real de los países de la zona del euro se redujo en el 2004 (véase recuadro 6)

#### Recuadro 6

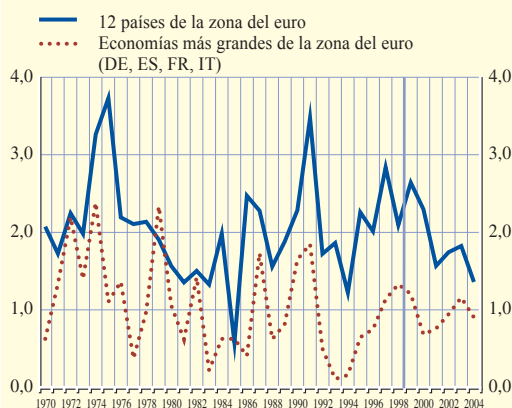
#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DIVERGENCIA EN CUANTO AL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Algunos informes recientes sugieren que la divergencia en la actividad económica real de la zona del euro se amplió ligeramente durante el 2004. Sin embargo, esta afirmación parece basarse únicamente en las tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB real de las cuatro economías más grandes de la zona, que fueron relativamente volátiles, y no tiene en cuenta la evolución del resto de la zona del euro. Además, para poder valorar adecuadamente la evolución reciente, resulta importante adoptar una perspectiva histórica.

Si se observan las cuatro economías más grandes de la zona del euro, se puede apreciar, efectivamente, una mayor divergencia de las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB a finales del año pasado. Ello se debe a un descenso del PIB real en Alemania e Italia durante el cuarto trimestre, en contraposición con un aumento significativo de la actividad en Francia y España. Al menos parte de esta mayor dispersión en el cuarto trimestre obedece a algunos factores inusuales, a saber, el impacto negativo del ajuste por días laborables sobre el PIB trimestral de Alemania y la considerable corrección efectuada en la contribución de la demanda exterior neta en Italia, posterior a la aportación excepcionalmente importante de este componente en el tercer trimestre.

**Gráfico A** Dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real (medias anuales) de los países de la zona del euro

(puntos porcentuales<sup>1</sup>)

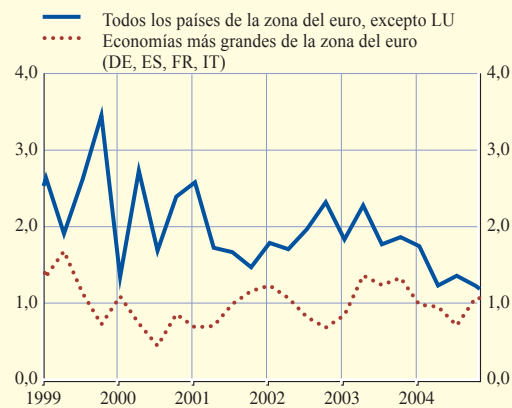


Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

1) Desviación típica no ponderada. Antes de 1991, Alemania se refiere a Alemania Occidental.

**Gráfico B** Dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real (en términos interanuales) de los países de la zona del euro, basada en datos trimestrales del PIB

(puntos porcentuales<sup>1</sup>)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Desviación típica no ponderada. No se dispone de datos trimestrales del PIB para Luxemburgo.

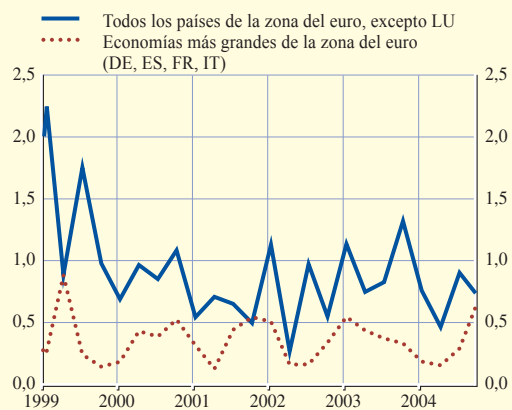
No obstante, desde una perspectiva histórica, tal incremento de la dispersión no parece ser excepcional. En los últimos años se han observado diferencias en el crecimiento del PIB real entre las cuatro economías más grandes de la zona del euro. En Alemania e Italia se han registrado, en promedio, las tasas de crecimiento del PIB más bajas de la zona del euro desde el inicio de la UEM en 1999. Durante el período comprendido entre 1999 y 2004, el crecimiento anual del PIB real en ambos países se situó en, en promedio, entre el 1,2% y el 1,4%, muy por debajo del agregado de la zona, que fue del 1,9%

La valoración de las divergencias en la zona del euro ha de tener en cuenta los demás países de la zona. Como puede apreciarse en el gráfico A, la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real de los doce países de la zona del euro se redujo ligeramente en 2004, en medias anuales, hasta un nivel relativamente bajo. Medida por la desviación típica no ponderada, la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real cayó el año pasado, hasta situarse en torno a 1,4 puntos porcentuales. Por el contrario, desde los años setenta, la dispersión ha fluctuado, en promedio, alrededor de los 2 puntos porcentuales

Cabe observar una evolución similar en el perfil del PIB trimestral del 2004. Las tasas de crecimiento del PIB real pueden calcularse a estos efectos en términos interanuales o en términos intertrimestrales. Los resultados muestran que el grado de dispersión en la zona del euro disminu-

**Gráfico C** Dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real (en términos intertrimestrales) de los países de la zona del euro, basada en datos trimestrales del PIB

(puntos porcentuales<sup>1</sup>)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Desviación típica no ponderada. No se dispone de datos trimestrales del PIB para Luxemburgo.

yó en el 2004 en términos de tasas de crecimiento interanuales y que permaneció prácticamente sin cambios en términos de tasas de crecimiento intertrimestrales (véanse gráficos B y C).

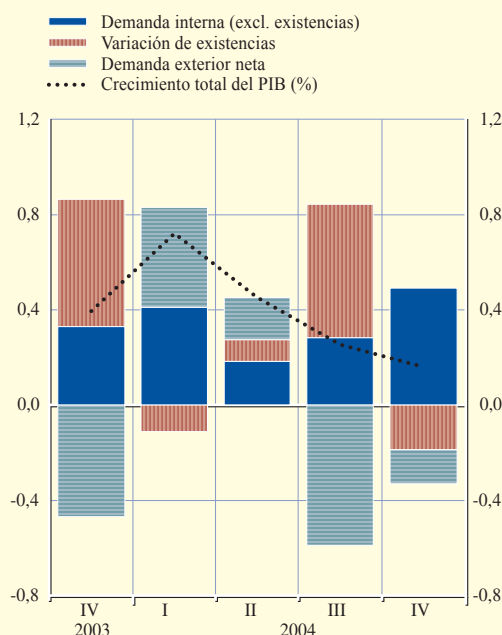
Sin embargo, las diferencias de crecimiento entre los países de la zona del euro se han mantenido. Como estas diferencias parecen reflejar, en gran medida, factores estructurales, éstos han abordarse utilizando las medidas nacionales apropiadas, porque la política monetaria única del BCE no las puede resolver. Así pues, se necesita con urgencia que las autoridades nacionales emprendan las reformas estructurales adecuadas en países que han tenido un comportamiento persistentemente malo. Tales reformas no sólo contribuirían a elevar las tasas de crecimiento potencial y a suavizar los diferenciales de crecimiento, sino que también facilitarían la comunicación y la instrumentación de la política monetaria única

Aunque no se revisó el crecimiento del PIB real, se produjeron pequeños cambios en algunos de los componentes del gasto en el cuarto trimestre del 2004. La demanda interna, en concreto, fue mayor de lo esperado en la primera estimación. El crecimiento del consumo privado se revisó levemente al alza, al igual que la contribución de la demanda exterior neta, mientras que la aportación de la variación de existencias se revisó ligeramente a la baja. Con todo, estos cambios no fueron sustanciales. En general, en el cuarto trimestre la demanda interna (excluidas las existencias) mantuvo una evolución relativamente favorable, al tiempo que la demanda exterior no lastró tanto el crecimiento como en el tercer trimestre. El detalle de la inversión por tipo de producto, disponible para el cuarto trimestre, muestra un aumento de la inversión en construcción y una desaceleración de la inversión excluida la construcción (véase recuadro 7).

El menor crecimiento registrado entre el primer y el segundo semestre del 2004 afectó prácticamente a todas las ramas de actividad. Sin embargo, mientras que la construcción y los servicios han recuperado, aparentemente, cierto impulso entre el tercer y el cuarto trimestre, la ralentización del crecimiento en la industria parece haber continuado.

**Gráfico 21 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



## Recuadro 7

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

En el año 2004, la inversión aumentó un 1,6%, tras los descensos registrados en los tres años anteriores. Así, la inversión, junto con la fortaleza de las exportaciones, fue uno de los principales motivos de la recuperación de la actividad global en la zona del euro durante ese año. En este recuadro se analiza en detalle la evolución de la inversión en la zona del euro hasta el cuarto trimestre del año pasado. En general, el aumento del crecimiento de la inversión fue generalizado, como consecuencia de unas tasas de crecimiento más elevadas tanto en la inversión en construcción como en la inversión excluida la construcción, representando cada una de ellas aproximadamente la mitad de la inversión total. Sin embargo, a lo largo del año la evolución de estos dos componentes fue ligeramente dispar. Concretamente, mientras que la tasa de crecimiento intertrimestral de la inversión en construcción se incrementó hacia finales del año pasado, la tasa de crecimiento de la inversión excluida la construcción se redujo (véase gráfico A).

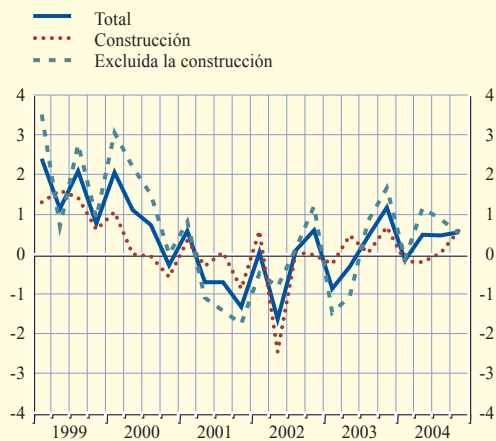
El aumento del crecimiento de la inversión en el 2004 es coherente con los resultados de la encuesta semestral sobre inversión industrial de la Comisión Europea realizada en el cuarto trimestre del 2004. Según los encuestados, las condiciones de financiación y de demanda mejoraron en el 2004, en comparación con el 2003, reflejando estas últimas el fuerte crecimiento general. No obstante, de acuerdo con la encuesta el grueso del aumento del crecimiento de la inversión en el 2004 se debió a cuestiones de reposición, lo que indica que pudo hacerse frente a la mayor demanda sin ampliar el *stock* de capital existente.

### El crecimiento de la inversión en productos metálicos y maquinaria conformaron la inversión excluida la construcción en el 2004

La inversión excluida la construcción de la zona del euro se incrementó un 2,7% en el 2004, tras la contracción del 0,7% registrada el año anterior. Este incremento reflejó el aumento de las tasas

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

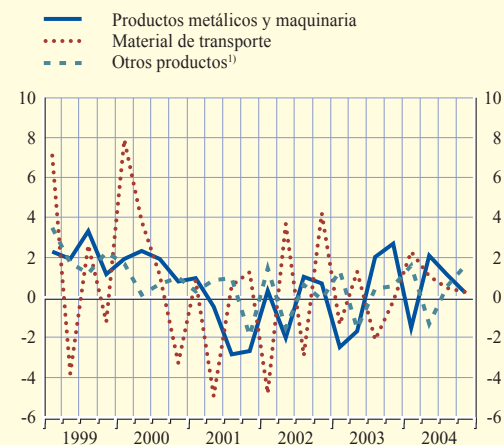
(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

(variaciones intertrimestrales; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
1) Incluye productos agrícolas.

de crecimiento interanual de sus principales componentes, aunque sus patrones de crecimiento trimestral difirieron ligeramente durante el año (véase gráfico B). La inversión en productos metálicos y maquinaria (el componente más importante de la inversión excluida la construcción, que supone aproximadamente el 60%) se elevó un 3,2% en el 2004, tras haberse contraído un 1,6% el año anterior. La inversión en material de transporte (que representa otro 20% de la inversión excluida la construcción) creció un 2,5%, 1,5 puntos porcentuales más que en el 2003. Por último, la inversión en otros productos (que también supone el 20% de la inversión excluida la construcción) se incrementó un 1,5% en el 2004, tras una subida del 0,4% en el 2003.

#### El crecimiento de la inversión en construcción aumentó en el 2004

La inversión en construcción de la zona del euro aumentó un 0,5% en tasa interanual en el 2004, tras haber descendido durante tres años consecutivos. En el 2004, la evolución del crecimiento de la inversión residencial y de la inversión no residencial fue similar (representando cada una de ellas aproximadamente la mitad de la inversión total en construcción). Ambos componentes se vieron muy influidos por la desfavorable evolución registrada en Alemania.

De cara al futuro, el crecimiento de la inversión debería beneficiarse de las favorables y persistentes condiciones de financiación. Los beneficios empresariales parecen haber sido abundantes en el 2004, lo que debería favorecer el crecimiento de la inversión. Sin embargo, las decisiones de inversión también están relacionadas con las expectativas de crecimiento y demanda futuras, que, según los resultados de las últimas encuestas, siguen siendo inciertas.

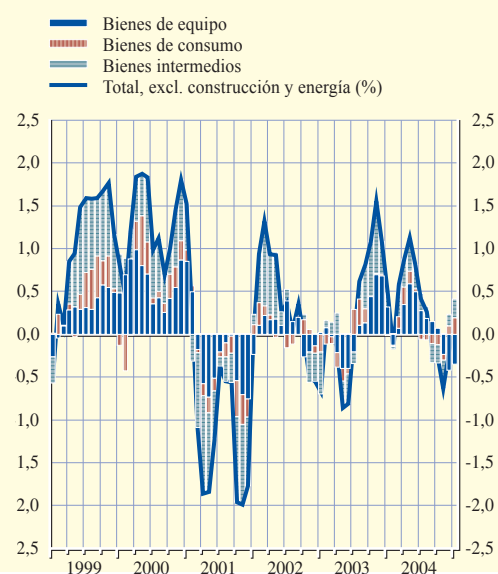
#### PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La producción industrial (excluida la construcción) aumentó de forma moderada en los dos primeros meses del 2005, y se redujo en febrero, pero, dada la evolución de los meses anteriores, debería haber mejorado en el conjunto del primer trimestre, en comparación con el cuarto trimestre del 2004.

El descenso de la producción industrial en febrero del 2005 fue generalizado en las principales ramas de actividad, siendo los bienes intermedios los que experimentaron la mayor caída. En términos de medias móviles de tres meses, la producción de bienes de capital se redujo sustancialmente en el período comprendido entre diciembre y febrero, en comparación con los tres meses anteriores, mientras que la producción de bienes intermedios y de consumo se elevó en el mismo período (véase gráfico 22). En cuanto a los bienes de consumo, la mejora oculta una evolución divergente de las ramas productoras de bienes de consumo duradero y de las productoras de bienes de consumo no duradero. Mientras que la producción de bienes de consumo duradero mostraba un ligero incremento, la de los bienes de consumo duradero se contraía.

**Gráfico 22 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.

El valor de los nuevos pedidos en las manufacturas siguió disminuyendo en febrero del 2005, aunque en menor medida que en enero. Estas caídas compensan el repunte registrado en los nuevos pedidos en diciembre del 2004, como consecuencia de los importantísimos pedidos de material de transporte realizados en algunos países de la zona del euro.

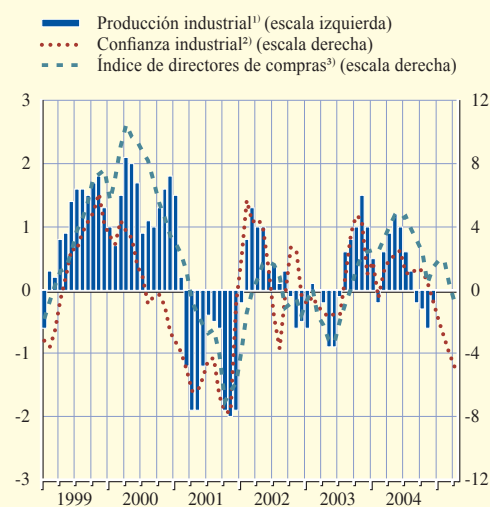
### DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVOS A LAS MANUFACTURAS Y A LOS SERVICIOS

Los datos procedentes de las encuestas relativos a la industria y a los servicios apuntan a un crecimiento sostenido, pero moderado, en el primer trimestre y al inicio del segundo trimestre del 2005. En cuanto a la industria, el índice de directores de compras y los indicadores de confianza de la Comisión Europea sugieren que las condiciones pueden haberse deteriorado de marzo a abril. El índice de directores de compras de las manufacturas se redujo sustancialmente en abril del 2005, por segundo mes consecutivo, como resultado del empeoramiento de todos sus componentes. El índice se encontraba por debajo del umbral teórico que delimita la expansión de la contracción de la actividad. El panorama que se deduce del índice de directores de compra se ve prácticamente confirmado por el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea. En abril, el indicador de confianza descendió por quinto mes consecutivo, hasta situarse en el nivel de finales del 2003. Este empeoramiento se observó en todos los componentes de este indicador.

Los datos de las encuestas relativos a los servicios son más dispares, pero tampoco apuntan a un fortalecimiento de la actividad al inicio del segundo trimestre del 2005. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea descendió sustancialmente en abril del 2005 por tercer mes consecutivo, y ha retrocedido hasta el nivel alcanzado a finales del tercer trimestre del 2003. El índice de directores de compras de los servicios apenas se modificó en el primer trimestre del 2005, en relación con el trimestre anterior. Los resultados de las encuestas a los directores de compras de los servicios no estaban disponibles cuando se cerró la recepción de datos para el presente Boletín Mensual.

**Gráfico 23 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales desestacionalizados)

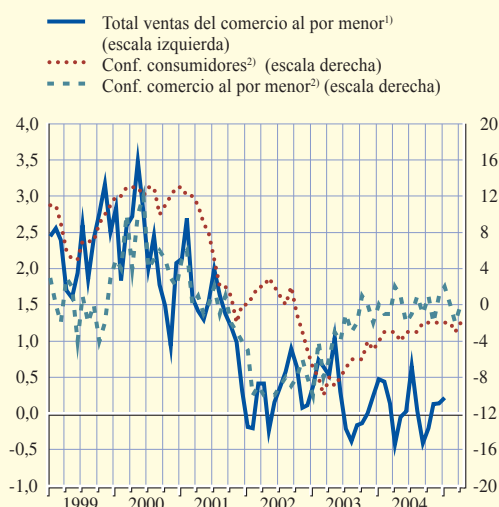


Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, NTC Research y cálculos del BCE.

- 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 24 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.

## INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores del gasto de los hogares sugieren la posibilidad de que el consumo privado realice una contribución positiva al crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2005, aunque menor que en el cuarto trimestre del 2004. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó tanto en enero como en febrero, tras la estabilización observada en el primer trimestre del 2004 (véase gráfico 24). Sin embargo, la contribución positiva del consumo total realizada por este aumento puede verse compensada parcialmente por el importante descenso observado en la matriculación de automóviles en el primer trimestre del 2005. Se produjo una ligera mejora en la confianza de los consumidores en abril, que se mantiene prácticamente sin cambios desde el segundo semestre del 2004. El reducido nivel de la confianza de los consumidores puede haber seguido pesando en el crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2005.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras de empleo apuntan a la continuidad del crecimiento en la creación neta de empleo en el segundo semestre del 2004, en comparación con el primer semestre. Estas cifras y los datos procedentes de las encuestas no muestran cambios en las condiciones del mercado de trabajo a comienzos del 2005.

### DESEMPLEO

Se estima que la tasa de paro normalizada de la zona del euro ha alcanzado el 8,9% en marzo del 2005, frente a la cifra revisada del 8,8% de febrero (véase gráfico 25). El aumento registrado en febrero y marzo y la revisión de febrero se deben al redondeo. Si se considera la evolución pasada, la tasa de paro ha aumentado gradualmente en los últimos meses, aunque de forma marginal, de modo que el crecimiento sólo se ha hecho evidente en el número total de marzo.

En marzo, el número de desempleados se incrementó en torno a las 21.000 personas, un tercio más que en enero y febrero. Sin embargo, la interpretación de la evolución a corto plazo ha de realizarse con cautela, pues un cambio en la fuente de los datos normalizados de paro de Alemania ha provocado un aumento sustancial de la volatilidad de las cifras de paro de la zona del euro.

### EMPLEO

El empleo en la zona del euro creció un 0,2% en tasa intertrimestral en el cuarto trimestre del 2004, una tasa similar a la registrada en los trimestres anteriores (véase cuadro 7). Esta evolución fue resultado

**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	-2,3	-0,7	-0,5	-0,5	0,0	0,4	0,0
Industria	-1,4	-0,9	-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	1,1	0,1	-0,2	0,5	0,9	-0,5
Servicios	1,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Comercio y transporte	0,5	0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0
Finanzas y empresas	1,3	2,8	0,5	1,2	0,5	0,6	0,4
Administración pública	1,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

del fuerte crecimiento de la industria, compensado por uno de menor magnitud en los servicios. En el 2004 en su conjunto, se estima que el empleo se ha incrementado un 0,5%, frente al 0,2% del 2003.

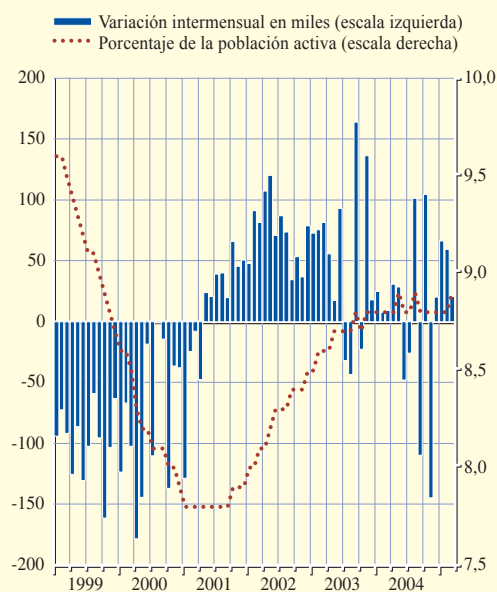
Las expectativas de creación de empleo en la industria se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses, apuntando a un crecimiento sostenido, pero moderado, del empleo. En la industria, tanto el índice de directores de compras para el empleo como la encuesta de la Comisión Europea sobre expectativas de empleo se redujeron en abril del 2005, tras una leve mejora registrada en el primer trimestre del 2005. En los servicios, las expectativas de creación de empleo de la Comisión mejoraron en abril del 2005 por tercer mes consecutivo. El índice de directores de compras, disponible hasta marzo del 2005, muestra también una ligera mejora desde enero del 2005

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La información disponible para el primer trimestre del 2005 y el comienzo del segundo trimestre sigue mostrando señales dispares en cuanto a la fortaleza del crecimiento económico. En general, apunta al mantenimiento del crecimiento económico a un ritmo moderado en el corto plazo. Los últimos datos e indicadores procedentes de las encuestas muestran, en conjunto, una tendencia a la baja. Algunos de los riesgos bajistas para el crecimiento económico ya identificados con anterioridad, y en especial los relacionados con la persistencia del elevado nivel de los precios del petróleo, parecen haberse materializado parcialmente durante los últimos meses. Con todo, se siguen dando las condiciones generales para que continúe el crecimiento económico. El crecimiento general sigue siendo sólido, proporcionando un entorno favorable a las exportaciones de la zona del euro. En la vertiente interna, se espera que se mantenga la inversión, respaldada por unas condiciones de financiación muy favorables, por la mejora de los beneficios y por una mayor eficiencia en las empresas. El crecimiento del consumo privado debería estar en consonancia con el crecimiento de la renta real disponible. Al mismo tiempo, sin embargo, los precios del petróleo, persistentemente elevados, y los desequilibrios mundiales plantean riesgos a la baja para el crecimiento.

Gráfico 25 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Los mercados de divisas se mantuvieron relativamente estables en abril y en los primeros días de mayo del 2005 y el euro se depreció ligeramente en términos efectivos. El 29 de abril la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa se incorporaron al MTC II

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

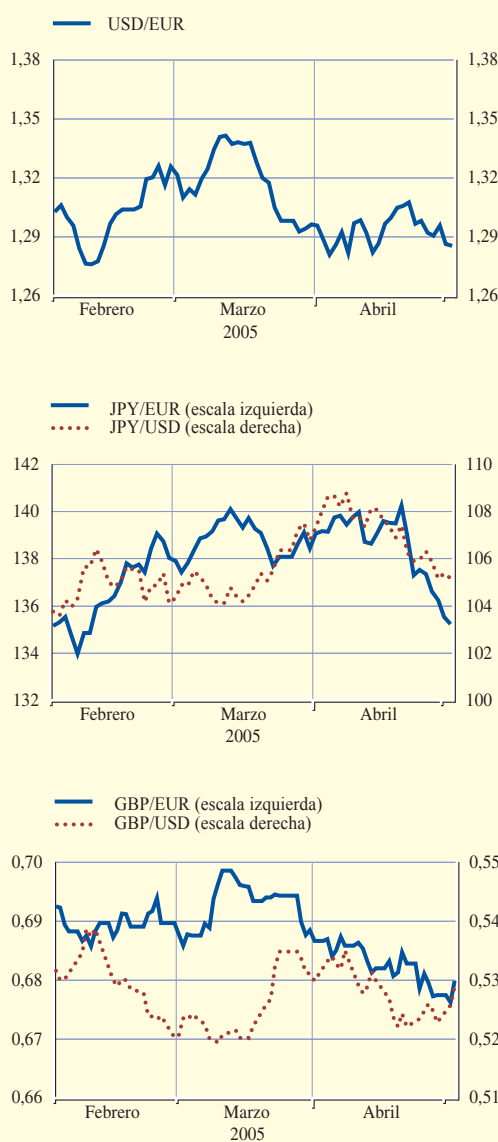
La apreciación del dólar estadounidense frente al euro iniciada a mediados de marzo prosiguió a primeros de abril, al aumentar el diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la zona del euro. Sin embargo, posteriormente, la actitud de los mercados respecto al tipo de cambio entre las dos monedas se tornó más ambivalente. Las expectativas de una desaceleración del crecimiento en Estados Unidos tras la publicación de unos datos económicos menos favorables de lo previsto han inducido, aparentemente, una caída de los mercados bursátiles y de los rendimientos de los bonos a largo plazo en este país, lo que a su vez podría haber afectado negativa y temporalmente al dólar. Sin embargo, en la segunda mitad del mes la moneda estadounidense recuperó parte del terreno perdido, ya que la revisión a la baja de las cifras de crecimiento en Estados Unidos se compensó con una corrección paralela de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro. El 3 de mayo de 2005, el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, es decir, un 0,8% menos que a finales de marzo de este año y un 3,4% por encima de la media del año 2004.

#### YEN JAPONÉS/EURO

Tras cotizar dentro de unos márgenes relativamente estrechos durante la mayor parte de marzo y abril del 2005, el yen japonés comenzó a apreciarse con relativa firmeza frente al euro y el dólar estadounidense hacia finales de abril. Las presiones al alza sobre la moneda japonesa parecen guardar relación con un aumento de las expectativas de los participantes en los mercados de divisas respecto a un incremento a corto plazo de la flexibilidad cambiaria en la región de Asia. El 3 de mayo de 2005, el euro cotizaba a 135,2 yenes, es decir, un 2,3% menos que a finales de marzo y un 0,6% por encima de la media del año 2004.

Gráfico 26 Evolución de los tipos de cambio

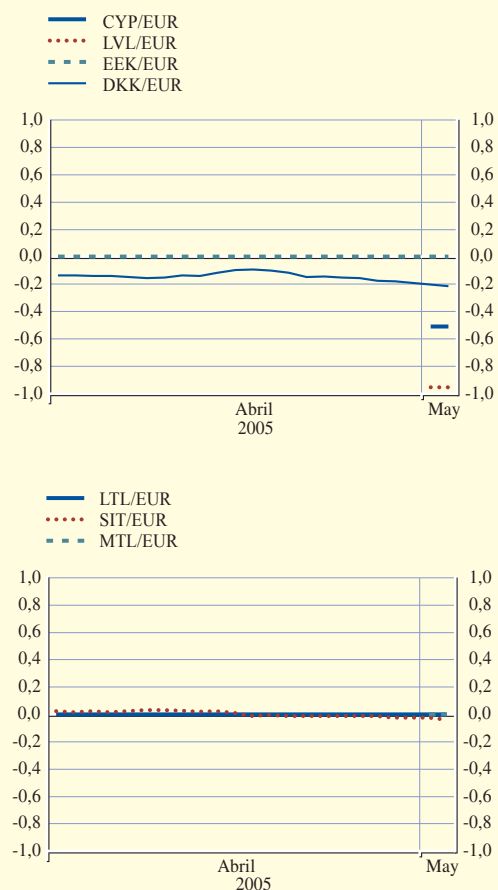
(datos diarios)



Fuente: BCE.

**Gráfico 27 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II**

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



Fuente: BCE.

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

## MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tólar esloveno siguieron fluctuando dentro de intervalos muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 27). Las cotizaciones de la corona estonia y de la lita lituana permanecieron sin cambios en relación con sus paridades centrales, en 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. El 29 de abril se decidió que la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa se incorporarían al MTC II (véase recuadro 8).

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, en abril del 2005, el euro se depreció frente a la libra esterlina. El 3 de mayo, el euro cotizaba a 0,68 libras, es decir, un 1,2% por debajo del nivel registrado a finales de marzo y prácticamente sin cambios respecto a la media del año 2004. Entre finales de marzo y el 3 de mayo, el euro volvió a apreciarse frente al zloty polaco (un 3,6%) y, en menor medida, frente al forint húngaro, la corona eslovaca y la corona checa (en un 1,8%, un 1,5% y un 1,2%, respectivamente). La depreciación generalizada de estas monedas, que se inició a mediados de marzo, parece tener relación con un descenso de la atracción por el riesgo a escala mundial. Al mismo tiempo, el euro se apreció casi un 1% frente a la corona sueca.

## OTRAS MONEDAS

En lo que se refiere a otras monedas, en comparación con finales de marzo, el euro se mantuvo prácticamente estable frente al franco suizo. Cabe señalar también que, durante el período de referencia, el euro se apreció frente al dólar canadiense (un 2,6%) y se depreció frente al won coreano (un 2,1%).

## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 3 de mayo 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 un 0,7% por debajo de su nivel a finales de marzo y un 0,6% por encima de la media del año 2004 (véase gráfico 28). La evolución del tipo de cambio del euro en términos efectivos se debió, principalmente, a su debilitamiento frente al yen japonés, la libra esterlina, el dólar estadounidense y el won coreano, y a su apreciación frente a las monedas de varios de los nuevos Estados miembros de la UE y el dólar canadiense.

Recuadro 8

**INCORPORACIÓN DE LAS MONEDAS DE CHIPRE, LETONIA Y MALTA AL MECANISMO DE TIPOS DE CAMBIO (MTC II)**

Tras la petición de las autoridades chipriotas, letonas y maltesas, los ministros de los Estados miembros de la Unión Europea pertenecientes a la zona del euro, el presidente del Banco Central Europeo y los ministros y los gobernadores de los bancos centrales de Dinamarca, Estonia, Lituania, Eslovenia y de cada uno de los países que habían solicitado su incorporación al MTC II decidieron el 29 de abril de 2005, por mutuo acuerdo, y siguiendo un procedimiento común en el que participa la Comisión Europea previa consulta al Comité Económico y Financiero, incluir las monedas de Chipre, Letonia y Malta en el mecanismo de tipos de cambio II (véase comunicado de la Unión Europea de la misma fecha).

Las paridades centrales con respecto al euro de la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa se han fijado en 0,585274, 0,702804 y 0,429300, respectivamente. Para las tres monedas, se fija una banda normal de fluctuación del  $\pm 15\%$  en torno a sus paridades centrales. En consecuencia, los tipos de intervención obligatorios de esas monedas han quedado fijados, con efectos a partir del 2 de mayo de 2005, como se muestra en el cuadro A. Se mantienen las paridades centrales y los tipos de intervención obligatorios de la corona danesa, la corona estonia, la litas lituana y el tólar esloveno. En el caso de la corona danesa se aplica una banda de fluctuación del  $\pm 2.25\%$ .

**Cuadro A Paridades centrales respecto al euro y tipos de intervención obligatorios de las monedas de los Estados miembros participantes en el MTC II en vigor a partir del 2 de mayo de 2005 (1 EUR=)**

	Límite superior	Paridad central	Límite inferior
Corona danesa (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Corona estonia (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Libra chipriota (CYP)	0,673065	0,585274	0,497483
Lats letón (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Litas lituana (LTL)	3,97072	3,45280	2,93488
Lira maltesa (MTL)	0,493695	0,429300	0,364905
Tólar esloveno (SIT)	275,586	239,640	203,694

Con anterioridad a su incorporación al MTC II, tanto la libra chipriota como el lats letón habían fijado unilateralmente su tipo de cambio al euro. Mientras que la banda de fluctuación para Chipre eran del  $\pm 15\%$ , Letonia mantuvo una banda de fluctuación del  $\pm 1\%$  cuando el lats dejó de estar vinculado a los derechos especiales de giro (DEG) y se vinculó al euro el 1 de enero de 2005. Al igual que en el régimen cambiario anterior, las autoridades letonas han declarado que mantendrán la paridad central del lats con respecto al euro con una banda de fluctuación del  $\pm 1\%$ .

Antes de su participación en el MTC II, la lira maltesa estuvo vinculada a una cesta de monedas que incluía el euro, la libra esterlina y el dólar estadounidense, sin banda de fluctuación. Tras su incorporación al mecanismo, la lira maltesa pasó a estar vinculada al euro. Además, las autoridades maltesas han declarado que mantendrán unilateralmente la paridad central de la lira maltesa con respecto al euro.

En cuanto a las monedas que se incorporaron al MTC II en junio del 2004, conviene recordar que se aceptó que Estonia y Lituania participaran en el mecanismo manteniendo sus sistemas de *currency board*. Estos anuncios –al igual que los de las autoridades letonas y maltesas– constituyen compromisos unilaterales, que no imponen ninguna obligación adicional en el BCE.



Los acuerdos sobre la participación de la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa se basan en el compromiso firme de las autoridades de esos países con respecto a diversos ámbitos de la política económica. Las autoridades, junto con los organismos comunitarios responsables, realizarán un seguimiento detallado de la evolución macroeconómica de estos países. En el cuadro B se presentan los principales indicadores macroeconómicos y financieros de Chipre, Letonia y Malta.

El acuerdo sobre la participación de la libra chipriota en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades chipriotas de aplicar políticas fiscales sólidas, que incluyan la reducción del elevado nivel de deuda, esencial para preservar la estabilidad macroeconómica y lograr la sostenibilidad del proceso de convergencia. La estrategia de consolidación fiscal a medio plazo del Gobierno chipriota requiere un alto grado de disciplina presupuestaria y necesita seguir aplicándose de forma decidida a través de medidas de carácter permanente. Las autoridades continuarán garantizando una supervisión financiera efectiva. Será precisa una vigilancia continua para que la evolución de los salarios se mantenga en línea con el crecimiento de la productividad. Nuevas reformas estructurales encaminadas a incrementar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía, incluyendo avances en los mecanismos para dejar de indiciar los salarios, contribuirán al fortalecimiento de los mecanismos internos de ajuste y respaldarán la competitividad de la economía.

El acuerdo sobre la participación del lats letón en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades letonas de lograr una reducción sostenible de la inflación. Para este fin, las autoridades reconocen que es imprescindible consolidar la orientación de la política fiscal, lo que también contribuirá a una reducción ordenada y sustancial del déficit por cuenta corriente. Para ayudar a reducir el desequilibrio externo y mantenerlo en un nivel sostenible, las autoridades adoptarán medidas para contener la demanda interna y permanecerán alertas ante el riesgo de que se produzca un crecimiento excesivo del crédito interno. Una supervisión financiera constante y efectiva ayudará a las autoridades a promover políticas crediticias prudentes y a limitar el riesgo de crédito del sistema bancario. Las autoridades favorecerán asimismo una evolución de los salarios que respalde la reducción de las presiones inflacionistas. Se aplicarán a su debido tiempo reformas estructurales encaminadas a mejorar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía, con el fin de afianzar los mecanismos internos de ajuste y preservar la competitividad de la economía.

#### Cuadro B Principales indicadores económicos de Chipre, Letonia y Malta

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Chipre		Letonia		Malta	
	2001-2003	2004	2001-2003	2004	2001-2003	2004
Crecimiento económico real	2,7	3,7	7,3	8,5	-0,4	1,5
Inflación medida por el IAPC	2,9	1,9	2,5	6,2	2,3	2,7
Crecimiento del crédito al sector privado	7,9	5,0	41,6	42,9	3,9	12,7
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-3,7	-5,8	-7,6	-12,4	-3,3	-7,1
Déficit público (% del PIB)	-4,4	-4,2	-2,1	-0,8	-7,6	-5,2
Deuda pública (% del PIB)	65,6	71,9	14,5	14,4	65,6	75,0
Tipo de interés a largo plazo	6,0	5,8	6,0	4,9	5,7	4,7
Tipo de interés a corto plazo	4,7	4,7	5,0	4,2	4,1	2,9
Tipo de cambio (por euro)	0,5784	0,5818	0,5939	0,6652	0,4127	0,4280

Fuentes: BCE, Eurostat y Comisión Europea.  
Nota: Los datos se refieren a medias anuales.

El acuerdo sobre la participación de la lira maltesa en el MTC II se basa en el compromiso firme de las autoridades maltesas de aplicar políticas fiscales sólidas, que incluyan la contención del gasto público y la reducción del elevado nivel de deuda, esenciales para el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, la contracción del déficit por cuenta corriente y el logro de la sostenibilidad del proceso de convergencia. La estrategia de consolidación fiscal a medio plazo del Gobierno maltés requiere un alto grado de disciplina presupuestaria y necesita ser aplicada con decisión. Se requerirá un seguimiento estricto de la ejecución del presupuesto, para detectar y corregir a tiempo cualquier desviación. Será precisa una vigilancia continua para garantizar que la evolución de los salarios se mantenga en línea con el crecimiento de la productividad. Las autoridades seguirán garantizando una supervisión financiera efectiva. Se aplicarán a su debido tiempo nuevas reformas estructurales encaminadas a respaldar el crecimiento de la productividad y a incrementar la flexibilidad y la adaptabilidad de la economía, con el fin de afianzar los mecanismos internos de ajuste y proteger la competitividad de la economía.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*En febrero del 2005, las exportaciones a países de fuera de la zona del euro siguieron situándose, en términos nominales, en niveles próximos a los registrados el mes anterior. Las importaciones nominales de bienes y servicios también se mantuvieron estables. El agregado de inversiones directas y de cartera acumulado de doce meses se situó, en cifras netas, en un nivel próximo al equilibrio. Las primeras estimaciones sugieren que la posición de inversión internacional de la zona del euro a finales del año 2004 registró pasivos netos equivalentes al 11% del PIB (frente al 10,5% del PIB, observado a finales del 2003).*

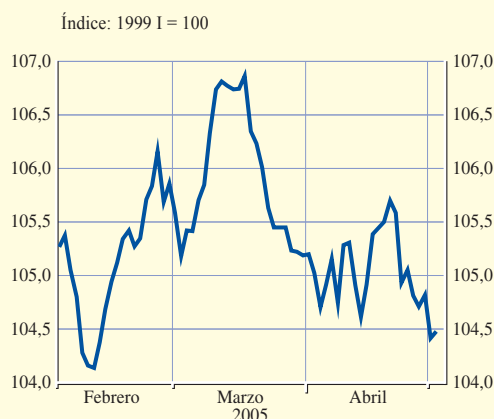
### CUENTA CORRIENTE

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró en febrero del 2005 un superávit de 5,1 mm de euros, como resultado de unos superávit de 7 mm de euros en la balanza de bienes y de 2,2 mm de euros en la de servicios, que se compensaron en parte con un déficit de 4 mm de euros en la balanza de transferencias corrientes. La balanza de rentas alcanzó el equilibrio (véase el cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»).

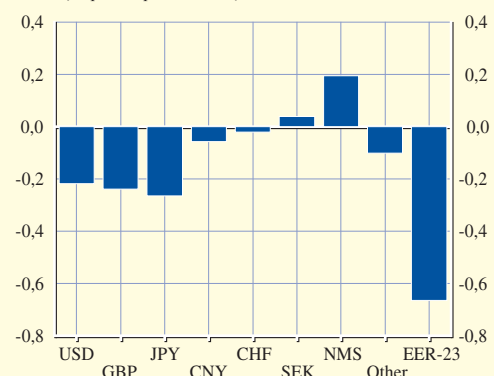
Las exportaciones nominales de bienes a países de fuera de la zona del euro se redujeron un 0,2% en febrero del 2005 en comparación con el mes anterior. Sin embargo, dado que el nivel de exportaciones fue notablemente más elevado en enero del 2005 que en diciembre del 2004, los datos correspondientes a febrero tienden a confirmar la ligera tendencia al alza de las exportaciones de bienes, que se inició en el último trimestre del 2004. Aunque el dinamismo de la demanda externa sigue favoreciendo a las exportaciones, la apreciación del euro está teniendo un impacto a la baja sobre su crecimiento en términos reales (para más información, véase el recuadro 4 titulado «Evolución reciente de los volúmenes y precios del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2005). No obstante, los exportadores están compensando en parte el impacto negativo de esa apreciación sobre la competitividad recortando los márgenes y reduciendo los precios de exportación (en euros). Por su parte, las importaciones de bienes en términos nominales disminuyeron un 0,4% en enero, lo que confirma la desaceleración que siguió al acusado aumento observado en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las importaciones de servicios se incrementaron en un 1,8% en términos nominales y casi compensaron el descenso de las importaciones nominales de bienes.

**Gráfico 28 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
31 de marzo 2005 - 3 mayo 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.

El superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 36,5 mm de euros en el período transcurrido hasta febrero del 2005, es decir, en torno a un 0,5% del PIB, en comparación con los 28,9 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 29). Este aumento fue resultado de un descenso del déficit de la balanza de rentas y de un aumento del superávit de la balanza de servicios, que se compensaron en parte con una disminución del superávit de la balanza de bienes. El déficit de la balanza de transferencias corrientes no experimentó prácticamente variación alguna durante este período.

#### CUENTA FINANCIERA

En febrero del 2005, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 18 mm de euros, como resultado de las entradas netas de valores distintos de acciones, que ascendieron a 36,9 mm de euros, mientras que tanto las inversiones directas como las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones registraron salidas netas.

Al examinar la evolución durante los doce meses transcurridos hasta febrero del 2005, se observa que el agregado de inversiones directas y de cartera se situó en una posición próxima al equilibrio, tras haber registrado salidas netas durante la mayor parte del año 2004 (véase gráfico 30). Sin embargo, desde el segundo semestre de ese año, se ha producido un gradual incremento de las entradas netas de inversiones de cartera en valores de renta variable, como consecuencia de las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Como ya se señaló en ediciones anteriores del Boletín Mensual, dichas entradas se produjeron en un momento en el que las encuestas de los mercados indicaban que a los

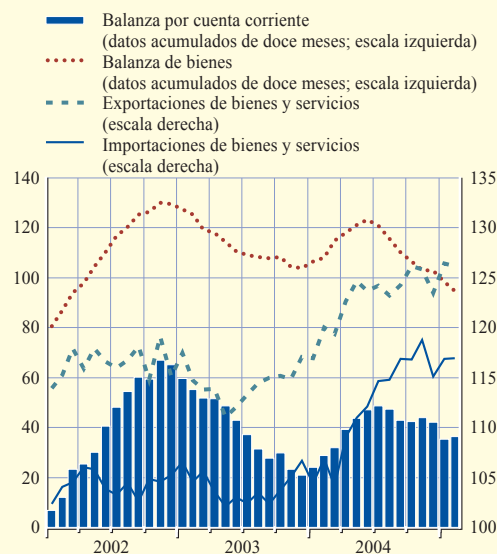
inversores internacionales los valores de renta variable de la zona del euro les resultaban relativamente más atractivos desde el punto de vista de los precios.

#### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En el año 2004, la zona del euro registró un superávit por cuenta corriente frente a los principales países o regiones económicas con los que comercia. La distribución geográfica del superávit comercial de la zona, por lo que respecta a la balanza de bienes, fue similar al de la cuenta corriente, siendo el Reino Unido, los Estados Unidos y los “otros Estados miembros de la UE”, en ese orden, los socios comerciales que más contribuyeron a ese superávit. El superávit obtenido frente al Reino Unido fue el principal factor determinante del superávit de la

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

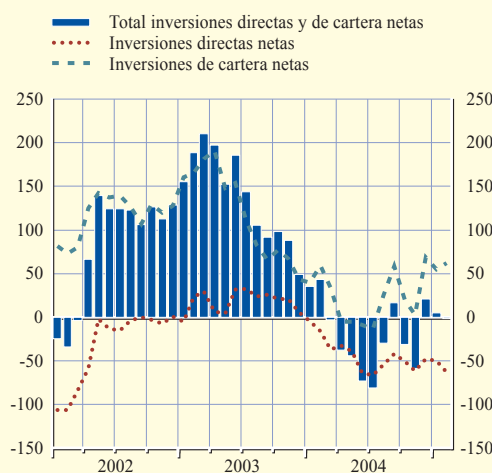
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

**Gráfico 30 Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

Nota: Una cifra positiva (negativa) indica una entrada (salida) neta en (de) la zona del euro.

balanza de servicios de la zona. Por último, el déficit de la cuenta de rentas fue consecuencia, en primer lugar, de los déficits registrados frente a Japón y el Reino Unido y, en menor medida, frente a Suiza y Estados Unidos.

En la cuenta financiera, la zona del euro contabilizó en el año 2004 salidas netas de inversiones directas hacia todos los socios comerciales (tanto países como regiones económicas) considerados, con la excepción de Estados Unidos, Suiza y Dinamarca. El Reino Unido, los «centros financieros extraterritoriales» y el grupo de «otros países» fueron los principales receptores de inversiones directas de la zona del euro en el exterior, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos fueron los principales inversores en la zona. Las inversiones de cartera de la zona del euro en el exterior se dirigieron, principalmente, hacia el Reino Unido, los Estados Unidos, Japón y los «centros financieros extraterritoriales», sobre todo, en forma de inversiones en valores distintos de acciones.

#### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL A FIN DEL AÑO 2004

En abril del 2005, el BCE publicó por primera vez datos sobre la posición de inversión internacional con frecuencia trimestral. A fin del 2004, la posición de inversión internacional neta de la zona del euro frente al resto del mundo registraba pasivos netos por importe de 816 mm de euros (aproximadamente, el 11% del PIB de la zona). A fin del 2003, la posición de inversión internacional de la zona contabilizaba pasivos netos equivalentes al 10,5% del PIB.

La variación de la posición de inversión internacional tuvo su origen en una reducción de la posición acreedora neta en inversiones directas y en un aumento de la posición deudora neta en inversiones de cartera. A fin del 2004, la posición en activos de reserva ascendía al 3,7% del PIB de la zona, lo que representa un descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto a la posición el año 2003. Según estimaciones provisionales, la mayoría de estos cambios no tuvieron relación con operaciones, sino que fueron, más bien, el resultado de ajustes de valoración derivados de la evolución de los tipos de cambio y los precios de los activos.

El comportamiento de los tipos de cambio y los precios de los activos también influyó notablemente en la evolución de la posición de inversión internacional neta en el año 2003. En el recuadro que aparece a continuación se presentan estimaciones detalladas de estos datos.

#### Recuadro 9

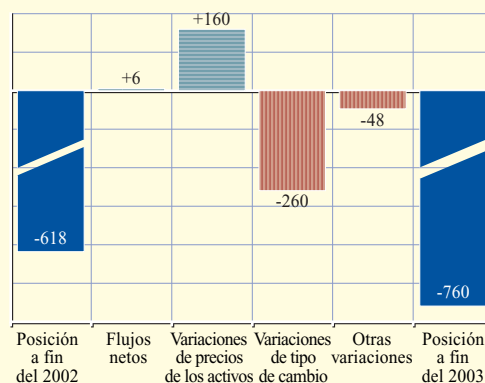
### EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO EN EL AÑO 2003

En este recuadro se analiza el impacto de la apreciación del euro y de las variaciones de los precios de los activos en la posición de inversión internacional neta de la zona del euro en el año 2003. La posición de inversión internacional resume el valor y la composición del saldo vivo de los activos y los pasivos de una economía frente al resto del mundo en una fecha concreta. Las variaciones de esos saldos reflejan operaciones financieras en la balanza de pagos y otros cambios, por ejemplo las variaciones de los precios de los activos financieros y de los tipos de cambio, así como otros ajustes (amortizaciones parciales o totales, o reclasificaciones).<sup>1</sup>

La posición de inversión internacional de la zona del euro registró pasivos netos por importe de 760 mm de euros (10,5% del PIB de la zona) a fin del 2003, frente a los pasivos netos de 618 mm de euros (8,7% del PIB de la zona) contabilizados un año antes. Pese a que el superávit total de la cuenta corriente y de la cuenta de capital alcanzó 34 mm de euros en el 2003, los pasivos netos aumentaron 142 mm de euros. La variación de la posición de

Gráfico Principales componentes de la variación de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro en el 2003

(mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

<sup>1</sup> La publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (noviembre del 2004) describe en detalle la recogida y la compilación de estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional.

### Cuadro A Evolución de los mercados de divisas, bursátiles y de deuda soberana en el 2003

(variación porcentual desde finales del 2002 a finales del 2003)

Tipos de cambio	Índices bursátiles		Índices de precios de la deuda soberana		
<b>Zona del euro</b>					
<i>Tipo de cambio efectivo</i>		<i>Dow Jones EUROSTOXX</i>	18,1	<i>1 a 3 años</i>	-1,7
<i>nominal (TCE-23)</i>	12,2	<i>Dow Jones EUROSTOXX 50</i>	15,7	<i>7 a 10 años</i>	-0,3
<b>Estados Unidos</b>					
<i>EUR/USD</i>	20,4	<i>S&amp;P 500</i>	26,4	<i>1 a 3 años</i>	-2,1
		<i>Nasdaq 100</i>	48,1	<i>7 a 10 años</i>	-2,7
<b>Japón</b>					
<i>EUR/JPY</i>	8,6	<i>Nikkei 225</i>	24,5	<i>1 a 3 años</i>	-1,8
				<i>7 a 10 años</i>	-3,4
<b>Reino Unido</b>					
<i>EUR/GBP</i>	8,3	<i>FTSE 100</i>	13,6	<i>1 a 3 años</i>	-3,3
				<i>7 a 10 años</i>	-3,1

Fuentes: BCE, Reuters y Datastream.

inversión internacional neta reflejó, principalmente, el impacto negativo de la revalorización de las posiciones denominadas en moneda extranjera (en 260 mm de euros), que sólo se compensó en parte con las revalorizaciones de los precios (que ascendieron a 160 mm de euros). Las salidas netas de capital se situaron en un nivel próximo al equilibrio (véase el gráfico anterior). El importe de las salidas netas de capital (6 mm de euros) no coincide con el superávit registrado en el total de las cuentas corriente y de capital (34 mm de euros), debido a la presencia de errores y omisiones netos.

La apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro en un 12% (véase cuadro A) fue un factor determinante del aumento de los pasivos netos en la posición de inversión internacional de la zona del euro en el 2003. Normalmente, una apreciación del tipo de cambio del euro se traduce en un descenso de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro, ya que los activos de la zona en el exterior están denominados principalmente en moneda extranjera, mientras que los pasivos de la zona frente al resto del mundo están denominados mayoritariamente en euros.

En el año 2003, los precios de la deuda pública evolucionaron de forma similar en la zona del euro y en los principales países desarrollados. Por el contrario, los precios de las acciones aumentaron con más rapidez en los mercados bursátiles de Estados Unidos y de Japón que en la zona del euro. Esta evolución se reflejó en un incremento del valor de mercado de las inversiones netas de la zona del euro en acciones y participaciones, es decir, de las inversiones directas y de cartera (que se incrementaron en 270 mm y 110 mm de euros, respectivamente; véase cuadro B).

**Cuadro B La posición de inversión internacional de la zona del euro en el 2003**

(mm de euros)

	Saldo vivo en el 2002	Variaciones del saldo vivo en el 2003						Saldo vivo en el 2003
		Total	Operaciones	Otras variaciones				
				Total	Precio de los activos <sup>1)</sup>	Tipos de cambio <sup>1)</sup>	Otros ajustes <sup>1)</sup>	
<b>Total</b>								
<i>Neto</i>	-618	-142	6	-148	160	-260	-48	-760
<i>Activos<sup>2)</sup></i>	7.113	491	635	-144	350	-580	86	7.604
<i>Pasivos</i>	7.731	633	629	4	190	-320	134	8.364
<b>Inversiones directas</b>								
<i>Netas</i>	204	-125	-5	-119	160	-160	-119	80
<i>En el exterior</i>	1.877	233	136	97	270	-180	7	2.110
<i>En la zona del euro</i>	1.673	358	141	216	110	-20	126	2.031
<b>Inversiones de cartera</b>								
<i>Netas</i>	-879	56	-43	99	10	-80	169	-824
<i>Activos</i>	2.303	305	277	28	90	-210	148	2.607
<i>Acciones y participaciones<sup>3)</sup></i>	853	201	67	134	110	-80	104	1.055
<i>Valores distintos de acciones</i>	1.449	103	210	-106	-20	-130	44	1.553
<i>Pasivos</i>	3.182	249	320	-71	80	-130	-21	3.431
<i>Acciones y participaciones<sup>3)</sup></i>	1.366	150	117	33	100	-60	-7	1.516
<i>Valores distintos de acciones</i>	1.816	99	203	-104	-20	-70	-14	1.915
<b>Derivados financieros</b>								
<i>Neto</i>	-12	5	12	-8	-10	-	2	-7
<b>Otras inversiones</b>								
<i>Netas</i>	-297	-18	73	-90	-	20	-110	-315
<i>Activos</i>	2.579	9	240	-231	-	-150	-81	2.587
<i>Pasivos</i>	2.876	26	168	-141	-	-170	29	2.902
<b>Activos de reserva</b>	366	-60	-30	-30	-	-40	10	307

Fuente: BCE.

1) Cálculos del BCE.

2) Incluye derivados financieros netos.

3) Incluye fondos de inversión.

Sin embargo, en conjunto, el efecto positivo de los diferenciales de los precios de los activos y las marginales salidas netas de capital no bastaron para compensar el efecto negativo de la apreciación del tipo de cambio del euro y, como resultado, la posición de inversión internacional neta de la zona experimentó un significativo deterioro en el 2003.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro se presentan en la sección 7.4 de «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual y también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet. En la presente edición del Boletín Mensual se incluyen también, por primera vez, estadísticas trimestrales sobre dicha posición. Si bien las estadísticas trimestrales se compilan con la misma metodología que los datos anuales, existen no obstante algunas diferencias que tienen su origen en la disponibilidad de las fuentes de datos. En algunos países de la zona del euro, no es posible recopilar datos sobre algunas partidas de la posición de inversión internacional con frecuencia de menos de un año, y algunos datos se obtienen con retraso. Con todo, los datos preliminares para el 2004 muestran también un efecto similar de la evolución del tipo de cambio del euro sobre la posición de inversión internacional neta (principalmente, en el último trimestre).

## ARTÍCULOS

# LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN UN ÁREA MONETARIA HETEROGÉNEA



*En el presente artículo se valora la relevancia de las divergencias regionales dentro de una unión monetaria para las políticas económicas y la política monetaria única, prestando especial atención a los diferenciales de las tasas de inflación.*

*Los diferenciales de inflación son un fenómeno normal en cualquier unión monetaria. Incluso en las que existen desde hace mucho tiempo, como es el caso de Estados Unidos, se observan diferencias en las tasas de inflación regionales. En comparación, los diferenciales de inflación entre los países que integran la zona del euro no son excesivamente pronunciados.*

*Los diferenciales de inflación pueden ser un elemento esencial del mecanismo de ajuste resultante de la dispersión de la evolución económica entre los países participantes, mecanismo que, a su vez, refleja el impacto de las diversas perturbaciones económicas, así como el hecho de que las estructuras económicas en vigor varíen de un país a otro. Así pues, los diferenciales de inflación son el resultado de un proceso de ajuste equilibrador dentro de una unión monetaria y, como tales, no sólo son inevitables, sino también deseables.*

*Al mismo tiempo, la persistencia de estos diferenciales en la zona del euro es también, hasta cierto punto, resultado de la falta de armonización de las políticas fiscales, de la evolución divergente de los salarios y de ineficiencias estructurales muy arraigadas, que se manifiestan, por ejemplo, en la presencia de rigideces nominales y reales en los mercados de productos y factores. La solución a los diferenciales de inflación resultantes de esos factores pasa por la adopción de políticas nacionales, principalmente reformas estructurales en los mercados de trabajo y de productos, encaminadas a potenciar la capacidad de los países en cuestión para adaptarse de la mejor manera posible a unas condiciones económicas en constante evolución en el seno de la unión monetaria.*

*La política monetaria, al mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro, contribuye a la transparencia de los precios y ayuda a facilitar el ajuste necesario de los precios relativos entre los distintos países. Si bien la limitación de las variaciones en los precios relativos y de los diferenciales de inflación no puede constituir un objetivo de la política monetaria del BCE, es necesario que éste valore cuáles son las causas que subyacen a dichos diferenciales. De forma más general, el seguimiento de la evolución nacional y sectorial es clave para entender las tendencias subyacentes en el conjunto de la zona del euro y formular la respuesta de política monetaria más apropiada. Ese seguimiento contribuye también a identificar las barreras estructurales que pueden dificultar el ajuste macroeconómico en la zona del euro y, por lo tanto, los ámbitos en que las reformas estructurales resultan especialmente necesarias.*

### I INTRODUCCIÓN

La zona del euro es una unión monetaria integrada por doce países y más de 300 millones de personas. La adopción con éxito del euro ha sido el resultado de un proceso de convergencia de las diferentes monedas hacia los mejores indicadores de referencia previamente existentes. La Unión Económica y Monetaria ha creado las condiciones propicias para obtener considerables beneficios potenciales en términos de prosperidad y bienestar en los países que la integran. Concretamente, la introducción de una moneda común ha eliminado

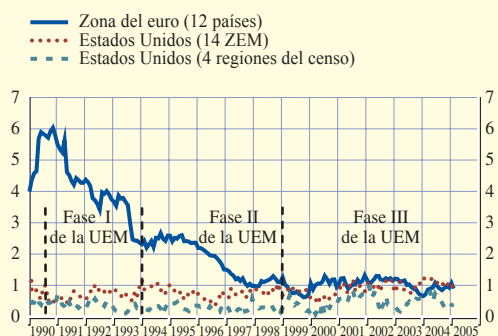
la variabilidad de los tipos de cambio entre los países de la zona, reduciendo así los costes de transacción y aumentando la transparencia internacional en materia de precios, lo que a su vez ha estimulado el comercio y, en última instancia, una mayor integración económica.

El Consejo de Gobierno del BCE ejecuta la política monetaria con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Por lo tanto, la política monetaria no se orienta directamente a resolver el problema de las diferencias en las tasas de inflación u otros



**Gráfico 1** Dispersión de la inflación interanual en la zona del euro y en las 14 zonas estadísticas metropolitanas (ZEM) y las cuatro regiones del censo<sup>1)</sup> de Estados Unidos

(desviación típica sin ponderar en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos y cálculos del BCE.

1) Datos hasta febrero del 2005.

aspectos económicos que, por la diversidad de estructuras o políticas económicas en vigor, pueden surgir dentro de la zona.

Si bien los diferenciales de inflación son una característica normal de cualquier unión monetaria, en el contexto de la zona del euro su presencia se combina con características institucionales y económicas que, en buena medida, podrían calificarse de singulares, como la limitada movilidad del factor trabajo, las rigideces en los mercados de trabajo y de productos, la ausencia de mecanismos centralizados de transferencia fiscal significativos y la descentralización de responsabilidades en lo que se refiere a la política fiscal y otras políticas económicas. En esas circunstancias, las diferencias en la evolución de los precios entre los países que integran la zona han sido objeto de notable atención pública desde la introducción del euro.

En el presente artículo se pasa revista a las principales características y las posibles causas de los diferenciales de inflación en la zona del euro y se analizan sus implicaciones para las políticas económicas y la política monetaria única. El artículo se estructura de la siguiente manera: En la sección 2 se analiza la evolución reciente de los diferenciales de inflación en la zona del euro, entre otras cosas, desde una perspectiva histórica; en la sección 3 se presentan las principales explicaciones posibles

de los diferenciales de inflación en un área monetaria; en la sección 4 se examinan las implicaciones de política económica que se han suscitado en el debate económico; en la sección 5 se describe cómo tiene en cuenta el BCE los diferenciales de inflación y, en general, la información desagregada sobre la evolución sectorial y regional al formular su política monetaria; finalmente, en la sección 6 se presentan algunas conclusiones.

## 2 EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

En el gráfico 1 se presenta la evolución de la dispersión de la inflación entre los países de la zona del euro, medida por la desviación estándar sin ponderar de las tasas de inflación interanual de dichos países (en términos del IAPC)<sup>1</sup>. El grado de dispersión de la inflación en los países de la zona se ha estabilizado en gran medida desde la introducción del euro. Desde la perspectiva actual, se observa que al principio de la década de los noventa, durante la primera fase de la UEM (julio de 1990 a diciembre de 1993), el grado de dispersión entre los 12 Estados miembros de la UE que integran actualmente la zona del euro se caracterizó por una acusada tendencia a la baja. La fuerte dispersión observada en los primeros años de la década se debió principalmente a la presencia de tasas de inflación muy elevadas en unos pocos países. Durante la segunda fase (enero de 1994 a diciembre de 1998), el grado de dispersión de la inflación continuó reduciéndose. En la tercera fase de la UEM, la dispersión registró su nivel más bajo hacia el segundo semestre de 1999. Desde entonces, salvo un moderado incremento en el período 2000-2002, el nivel de dispersión de la inflación en el conjunto de la zona del euro ha variado muy poco<sup>2</sup>.

1 La dispersión de la inflación puede medirse de diversas maneras. La más sencilla es calculando el diferencial entre la tasa más alta y la más baja. Otra medida convencional es la desviación típica de las tasas de inflación de los distintos países. La desviación típica ponderada tiene en cuenta el tamaño de los países, mientras que la desviación sin ponderar asigna la misma importancia a todos los países. Otra medida de la dispersión de la inflación es la raíz de la desviación cuadrática media en torno a la tasa de inflación de la zona del euro. Todas estas medidas ofrecen una imagen similar de la evolución de la dispersión de la inflación en la zona.

2 Para más información, véase BCE (2003), «Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications».

**Cuadro 1** Diferenciales de la inflación anual medida por el IAPC con respecto a la media de la zona del euro

(puntos porcentuales)

	media 1999-2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bélgica	-0,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	-0,6	-0,3
Alemania	-0,7	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-1,0	-0,4
Grecia	1,2	1,0	0,8	1,3	1,7	1,4	0,9
España	1,0	1,1	1,4	0,5	1,3	1,0	0,9
Francia	-0,2	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	0,2
Irlanda	1,8	1,3	3,2	1,6	2,5	1,9	0,2
Italia	0,4	0,5	0,5	0,0	0,3	0,7	0,1
Luxemburgo	0,5	-0,1	1,7	0,1	-0,2	0,5	1,1
Países Bajos	0,8	0,9	0,2	2,8	1,6	0,2	-0,8
Austria	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,2
Portugal	1,1	1,0	0,7	2,1	1,4	1,2	0,4
Finlandia	-0,3	0,2	0,8	0,3	-0,2	-0,8	-2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

A modo de comparación, en el gráfico 1 se presenta la evolución de la dispersión de las tasas de inflación observada en una unión monetaria que existe desde hace mucho tiempo, como es el caso de Estados Unidos. Desde el inicio de la tercera fase de la UEM, la dispersión de la inflación dentro de la zona del euro ha fluctuado en torno a valores muy próximos a los observados entre las 14 zonas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos<sup>3</sup>, si bien ha sido algo más elevada que la registrada entre las cuatro regiones en que se divide el país a efectos del censo<sup>4</sup>.

Es importante señalar que el proceso de convergencia nominal no estuvo acompañado de una mayor dispersión de la actividad económica dentro de la zona del euro. La dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real en la zona del euro se ha mantenido desde 1999 en niveles muy próximos a su media histórica y, hasta ahora, no se han apreciado señales de una mayor divergencia. Además, desde finales de los años ochenta, se ha observado un continuo aumento de la sincronización cíclica entre los países miembros de la zona<sup>5</sup>, lo que sustenta la opinión de que la divergencia nominal antes de la introducción del euro se debió, en gran medida, a las variaciones en los tipos de cambio y a la diversidad de regímenes de política monetaria en vigor.

Al mismo tiempo, los diferenciales de inflación dentro de la zona del euro han mostrado una gran persistencia, en el sentido de que, desde la intro-

ducción del euro, muchos países han mantenido sistemáticamente un diferencial positivo o negativo frente a la media de la zona, como puede observarse en el cuadro 1.

Esta persistencia de los diferenciales de inflación parece ser una característica particular de la zona del euro. Al examinar las 14 zonas estadísticas metropolitanas de Estados Unidos, se aprecia que sólo en unos pocos casos muy concretos se han registrado diferenciales superiores a un punto porcentual que se hayan mantenido durante más de dos años. Por el contrario, siete de las doce economías de la zona del euro han registrado tasas de inflación interanual constantemente por encima o por debajo de la media de la zona desde 1999.

Para hacerse una idea de las posibles causas de la persistencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro, se puede realizar, en primer lugar, un

3 Las 14 zonas metropolitanas estadísticas de Estados Unidos consideradas son: Nueva York, Filadelfia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Ángeles, San Francisco y Seattle. Estas zonas representan alrededor del 41% del gasto de consumo total de Estados Unidos.

4 Las cuatro regiones del censo de Estados Unidos son: Nordeste, que comprende las zonas metropolitanas estadísticas de Nueva York, Filadelfia, Boston y Washington; Medio Oeste, que comprende las zonas de Chicago, Detroit y Cleveland; Sur, que comprende las zonas de Dallas, Houston, Atlanta y Miami, y Oeste, que comprende las zonas de Los Ángeles, San Francisco y Seattle.

5 Véase «Cyclical convergence in the euro area: recent developments and policy implications», *Quarterly Report on the Euro Area*, Comisión Europea, julio del 2004.

**Cuadro 2 Resultados del ejercicio de contabilización de la inflación para el período 1999-2003**

	Deflactor de la demanda final			Deflactor del PIB				Costes laborales unitarios		
	Contribución a la variación			Contribución a la variación				Contribución a la variación		
	Variación total en %	Costes internos	Costes de las importaciones <sup>1)</sup>	Variación total en %	Costes laborales unitarios	Excedente bruto de explotación	Impuestos indirectos netos	Variación total en %	Remuneración por asalariado	Inversa de la productividad del trabajo
1 = 2+3	2	3	4 = 5+6+7	5	6	7	8 = 9+10	9	10	
Crecimiento medio anual en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario										
Zona del euro		1,0	0,8	2,0	1,1	0,6	0,2	1,9	2,6	-0,7
Desviación con respecto a la media de la zona del euro <sup>2)</sup>										
Bélgica	0,1	-0,4	0,5	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	0,1	0,5	-0,4
Alemania	-1,0	-1,0	-0,1	-1,2	-0,7	-0,5	0,0	-1,1	-1,0	-0,1
Grecia	1,5	1,4	0,1	1,5	0,2	1,0	0,3	0,4	3,5	-3,1
España	1,5	1,2	0,3	1,8	0,7	0,8	0,3	1,1	1,2	0,0
Francia	-0,7	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
Irlanda	1,3	1,2	0,1	2,4	0,0	2,0	0,3	0,4	3,5	-3,0
Italia	0,8	0,8	0,0	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,7	0,0	0,8
Luxemburgo	0,3	-0,4	0,7	0,3	0,7	-0,6	0,2	1,4	3,3	-1,9
Países Bajos	0,8	0,6	0,3	1,4	1,2	-0,1	0,3	1,9	1,5	0,4
Austria	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,8	0,4	-0,2	-1,4	-0,9	-0,5
Portugal	1,0	1,3	-0,3	1,6	2,0	-0,9	0,5	2,9	2,7	0,2
Finlandia	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	0,5	-0,7

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

1) A nivel de países, los costes de las importaciones se refieren a las importaciones provenientes de dentro y de fuera de la zona del euro.

2) Las cifras del cuadro pueden interpretarse como sigue: en el caso de Bélgica, por ejemplo, la variación media anual del deflactor de la demanda final durante el período 1999-2003 fue 0,1 puntos porcentuales más alta que en el conjunto de la zona del euro. La contribución de las variaciones medias de los costes de las importaciones al diferencial observado en la inflación de la demanda final fue de 0,5 puntos porcentuales, mientras que la contribución de los costes internos fue de -0,4 puntos porcentuales.

ejercicio contable en virtud del cual se descomponen dichos diferenciales en sus principales factores determinantes. El ejercicio demuestra la importancia relativa de los factores internos (como los costes laborales unitarios, los márgenes y los impuestos indirectos netos) y de los factores externos (como los precios de las importaciones) en los diferenciales de inflación observados. Como se muestra en el cuadro 2, los factores internos (es decir, los «costes internos») fueron, en nueve de los doce países de la zona, los que más contribuyeron a los diferenciales de inflación en relación con la media de la zona. Los costes de las importaciones también influyeron de forma importante en algunos casos. En el caso de Bélgica, Francia y Luxemburgo, la dinámica del coste de las importaciones fue el principal factor determinante de dichos diferenciales.

Por lo que respecta al origen interno de los diferenciales de inflación en términos del deflactor del PIB, los dos factores que más contribuyeron a dichos diferenciales fueron los costes laborales uni-

tarios y el excedente bruto de explotación, mientras que la contribución de los impuestos indirectos netos tendió a ser menor. Especialmente en Alemania, Francia y Finlandia, la evolución, menos dinámica que la media, de los costes laborales unitarios y del excedente bruto de explotación contribuyó significativamente a los diferenciales negativos del crecimiento del deflactor del PIB de esos países en relación con la media de la zona del euro. Por el contrario, los diferenciales positivos registrados en Grecia, Irlanda, Italia y España fueron el resultado de una evolución de estos dos componentes más dinámica que la media de la zona.

El análisis de la evolución de los costes laborales unitarios revela que la contribución de la remuneración por asalariado a los diferenciales fue, en general, más importante que la de la productividad del trabajo. La moderada dinámica de dichos costes en Alemania, Austria y, en menor medida, Francia tuvo su origen, principalmente, en la tímida evolución de la remuneración por asalariado, mientras que, en el caso de Portugal,

**Cuadro 3** Dispersión<sup>1)</sup> de la inflación anual por componentes en la zona del euro

(puntos porcentuales)						
	IAPC general	Servicios	Bienes industriales no energéticos	Energía	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados
1994-1998	1,95	2,43	2,12	2,78	2,67	3,25
1999-2004	1,12	1,54	1,06	3,35	1,77	2,44
Pro-memoria:						
Ponderaciones IAPC zona del euro 1998		0,34	0,34	0,09	0,13	0,09
Ponderaciones IAPC zona del euro 2004		0,41	0,31	0,08	0,12	0,08

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) La dispersión se mide como la raíz de la desviación cuadrática media en torno a la media del euro.

Países Bajos y España, el crecimiento de este componente por encima de la media de la zona impulsó los costes laborales unitarios en estos tres países. No obstante, en unos pocos casos (Bélgica, Grecia, Irlanda y Finlandia) los dos componentes parecen ser igualmente importantes. En el caso de Italia, aparentemente la baja productividad del trabajo fue la causa del diferencial observado en el crecimiento de los costes laborales unitarios.

La diversidad de tasas de inflación que se da entre los países miembros de la zona del euro tiene también una importante dimensión sectorial. En el cuadro 3 se presenta la dispersión de las tasas de inflación de cada uno de los cinco subcomponentes principales del IAPC: servicios, bienes industriales no energéticos, energía, alimentos elaborados y alimentos no elaborados.

Aunque se fue reduciendo a lo largo de los años noventa, el grado de dispersión de las tasas de crecimiento de los precios de los servicios entre los países de la zona del euro siguió siendo mayor que el observado para el IAPC general<sup>6</sup>. En cambio, las tasas de aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos registraron una significativa convergencia durante dicha década y se estabilizaron en un nivel de dispersión reducido a partir de 1999. Dada la elevada proporción de bienes comerciables entre las partidas de bienes industriales no energéticos del IAPC, es probable que ese bajo nivel de dispersión sea el resultado del proceso de convergencia de los

niveles de precios observado en los países de la zona del euro. Este proceso recibió un considerable impulso con la entrada en funcionamiento del mercado único en la primera mitad de la década de los noventa y continuó con la adopción de la moneda única. Por lo que respecta a los subcomponentes más volátiles del IAPC, la evolución de los precios de la energía varía notablemente de un país a otro, como consecuencia no sólo de la significativa volatilidad histórica de este subíndice, sino también de la considerable heterogeneidad que se observa entre los distintos países de la zona del euro, tanto en su exposición como en sus respuestas a las perturbaciones externas derivadas del petróleo.

Dada la elevada ponderación del sector servicios en la cesta del IAPC, la evolución de los precios de los servicios es el factor que más contribuye a explicar la dispersión de la inflación medida por el IAPC general. Esta contribución se ve potenciada aún más por el hecho de que la ponderación de este subíndice en el IAPC general ha aumentado en los últimos años, al tiempo que se ha reducido el peso de los bienes industriales no energéticos.

En general, podrían destacarse varios elementos importantes a los que atribuir la persistencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro, como, por ejemplo, la evolución de los salarios, el

6 Este resultado se mantiene aun cuando se excluyen de los cálculos los países de la zona del euro que registraron una dinámica muy idiosincrásica en los precios de los servicios.

papel del sector servicios y la apertura de las economías nacionales al comercio internacional. Sin embargo, la evidencia disponible indica que dicha persistencia no es atribuible a un solo factor.

### **3 ORÍGENES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO**

Para determinar las posibles implicaciones de los persistentes diferenciales de inflación para la política monetaria, es necesario identificar adecuadamente sus causas subyacentes. Sin embargo, esto no es tarea fácil, ya que, en una unión monetaria de amplias dimensiones, como la zona del euro, son varios los factores que pueden contribuir a la divergencia de las tasas de inflación. En esta sección se presenta una descripción sucinta de los principales factores que se han esgrimido para explicar la existencia de unos diferenciales de inflación tan persistentes en la zona del euro. En particular, se distingue entre los factores temporales relacionados con el proceso de convergencia, los factores relacionados con la existencia de diferencias persistentes o permanentes en las estructuras económicas nacionales y los factores inducidos por las políticas económicas, que guardan relación con la ejecución y el funcionamiento de las políticas fiscales o estructurales de ámbito nacional o con las diversas respuestas de carácter regional a las políticas del conjunto de la zona del euro. Por último, se analizan la presencia y las ventajas relativas de los factores de amplificación y de compensación que actúan en una unión monetaria.

#### **3.1 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN RELACIONADOS CON EL PROCESO DE CONVERGENCIA**

##### **EL AVANCE A LA TERCERA FASE DE LA UEM**

El avance a la tercera fase de la UEM y la convergencia excepcional de los tipos de interés nominales dentro de la zona del euro a un nivel nunca antes observado, salvo en las economías nacionales más eficientes, ha sido un factor transitorio importante en la determinación de los diferenciales de inflación en los primeros años de vida del euro. En particular, en los países que en el pasado registraron tasas de inflación más elevadas, la adopción del euro ha dado lugar a una significati-

va reducción de los tipos de interés nominales (y reales) y de los costes financieros, así como a un mayor grado de integración con los mercados de capitales del resto de la zona del euro. Ello ha contribuido a un aumento de la demanda interna en esos países, que ha ejercido una fuerte presión al alza sobre los precios, especialmente en los sectores de bienes y servicios no comerciables.

##### **CONVERGENCIA DE LOS NIVELES DE PRECIOS DE LOS BIENES COMERCIABLES**

La entrada en vigor del mercado único europeo en la primera mitad de la década de los noventa y la posterior introducción de la moneda única en 1999 han contribuido a un acusado descenso de la dispersión de los niveles de precios, principalmente de los bienes comerciables<sup>7</sup>. Es probable que esta convergencia de los precios absolutos de los bienes comerciables hacia un nivel común en el largo plazo haya sido la causa, al menos en parte, de los diferenciales de inflación en los primeros años de vida del euro, aunque su contribución relativa sea difícil de cuantificar<sup>8</sup>. De cara al futuro, aunque las mejoras adicionales de las políticas de competencia, tanto europeas como nacionales, pueden reducir aún más los diferenciales de precios de los bienes comerciables, la importancia de este tipo de convergencia de los niveles de precios para los diferenciales de inflación de la zona del euro seguramente disminuirá con el tiempo<sup>9</sup>.

##### **CONVERGENCIA DE LOS NIVELES DE PRECIOS DE LOS BIENES Y LOS SERVICIOS NO COMERCIABLES: EL EFECTO BALASSA-SAMUELSON**

Pese a que la integración de los mercados y el aumento de la transparencia en los precios a escala internacional han dado lugar a la convergencia de los precios de los bienes comerciables, una gran

7 Véase el artículo titulado «Convergencia de los niveles de precios y competencia en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2002.

8 J. Rogers (2002), en «Monetary union, price level convergence, and inflation: how close is Europe to the United States?», International Finance Discussion Paper n.º 740, estima que la contribución de la dispersión del nivel de precios en 1999 a la dispersión observada de la inflación interanual medida por el IAPC al final del 2002 fue de alrededor del 16% de la dispersión de la inflación total.

9 Véase D. Rodríguez-Palenzuela, G. Camba-Méndez y J. A. García (2003), «Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation», Documento de Trabajo del BCE n.º 278.

parte del IAPC se compone de bienes y servicios que no se comercian entre los países. A este respecto, el efecto Balassa-Samuelson, un mecanismo que puede dar lugar a variaciones de los tipos de cambio reales de los países y, en una unión monetaria, a cambios en sus respectivas tasas de inflación, es una de las causas que se han debatido a menudo en relación con la persistencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro. En el centro de la hipótesis de Balassa-Samuelson se encuentran las diferencias en el crecimiento de la productividad en los sectores de bienes comerciables y no comerciables de cada país. Si el crecimiento de la productividad del factor trabajo es mayor en el sector de bienes comerciables, los salarios tenderán a aumentar en ese sector sin que por ello se incrementen los costes laborales unitarios. Sin embargo, si la movilidad de este factor entre ambos sectores es elevada, los salarios también tenderán a aumentar en el sector de bienes no comerciables, en el que, dado el menor crecimiento medio de la productividad del trabajo, los precios registrarán incrementos medios más altos. Por lo tanto, los países en los que existe una diferencia mayor entre las tasas de crecimiento de la productividad del trabajo de estos dos sectores también registrarán tasas de inflación más elevadas. El efecto Balassa-Samuelson refleja un fenómeno de equilibrio: la competencia internacional entre los países garantiza que no se produzcan presiones de precios significativas en el sector de bienes comerciables. Esas presiones sólo aparecen en el sector de bienes no comerciables y no es necesario reabsorber los diferenciales de inflación resultantes entre unos países y otros.

El efecto Balassa-Samuelson suele asociarse al proceso de convergencia de los niveles de vida de distintas economías. En los países con niveles de renta inferiores a la media, que están inmersos en ese proceso, el crecimiento de la productividad es normalmente más elevado en el sector de bienes comerciables, mientras que la evolución de la productividad en el sector de bienes no comerciables tiende a ser más similar en los distintos países.

Las opiniones difieren en cuanto a la relevancia de la hipótesis Balassa-Samuelson para la zona del euro<sup>10</sup>. En general, es muy difícil cuantificar los posibles efectos Balassa-Samuelson, sobre todo

porque no es fácil aislarlos de otras influencias históricas sobre las tendencias de la inflación, especialmente de las diferencias en los regímenes de política monetaria y las políticas cambiarias. Existe, no obstante, un consenso cada vez mayor en que el efecto Balassa-Samuelson sólo explica en parte la persistencia de los diferenciales de inflación observados en la zona del euro. Una de las razones es que las diferencias que se aprecian en las tendencias de la productividad del trabajo entre los distintos países de la zona sólo representan una parte relativamente pequeña de la diversidad de la inflación, como se indica en la sección 2.

La magnitud del efecto Balassa-Samuelson en los países que integran actualmente la zona del euro probablemente se reducirá con el tiempo, dado que ya se ha producido una notable convergencia entre esos países en términos de PIB per cápita. Al mismo tiempo, un efecto de esta naturaleza puede ser más relevante para la aparición de presiones inflacionistas duraderas en algunos de los nuevos Estados miembros que desean adoptar el euro, dado que parten de unos niveles de renta y de precios más bajos.

### 3.2 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN ATRIBUIBLES A DIFERENCIAS ESTRUCTURALES

#### HETEROGENEIDAD DE LAS PREFERENCIAS DE LOS CONSUMIDORES

Un factor estructural que, en principio, puede contribuir a la persistencia de los diferenciales de inflación y de producción en un área monetaria son las arraigadas diferencias entre unos países y otros en las preferencias de los hogares con respecto al consumo. Esta heterogeneidad de las preferencias se refleja en el hecho de que las proporciones de los diversos bienes y servicios en el consumo nacional y el valor añadido difieren de un país a otro y, por lo tanto, tienen ponderaciones diferentes en los distintos subíndices de los IAPC nacionales. No obstante, la evidencia empírica ha demostrado que la contribución de este factor a la dispersión de la inflación observada en la zona del euro es relativamente reducida<sup>11</sup>.

10 BCE (2003), «Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications».

11 Ibid.

## GRADO DE APERTURA Y COMPOSICIÓN DEL COMERCIO

La divergencia de las tasas de inflación dentro de la zona del euro puede tener también una dimensión externa relacionada con las diferencias entre países en la exposición a las variaciones del tipo de cambio del euro y del precio de las materias primas. Concretamente, las diferencias en el grado de apertura, en la composición del comercio internacional y en las relaciones comerciales con los países no pertenecientes a la zona del euro podrían ser factores importantes a la hora de explicar los diferenciales de inflación. Por ejemplo, para un país de la zona del euro que importe principalmente de países no pertenecientes a la zona, las presiones inflacionistas derivadas de una depreciación del tipo de cambio del euro serán distintas de las que experimentará un país que comercie sobre todo con otros países de la zona. Las fluctuaciones en el tipo de cambio del euro, unidas a las asimetrías en las relaciones comerciales, permiten explicar en cierta medida los diferenciales de inflación observados en la zona del euro. No obstante, si se considera de forma aislada, este tipo de heterogeneidad no puede explicar la existencia de los diferenciales observados entre las economías más grandes de la zona. A este respecto, una explicación complementaria podría ser que el alto grado de inercia de la inflación existente en los países de la zona del euro esté intensificando el papel de las perturbaciones externas y el efecto de las diferencias en la composición del comercio internacional.

## RIGIDECES EN LA FIJACIÓN DE SALARIOS Y PRECIOS

El proceso de ajuste a los cambios en las condiciones económicas exige, normalmente, un ajuste continuo de los precios relativos entre regiones y sectores. Un mecanismo de esta naturaleza, que constituye una característica normal y deseable de toda economía de mercado, puede dar lugar a la aparición de diferenciales de inflación de corta duración entre las regiones y los sectores de una unión monetaria cuando se producen perturbaciones de demanda y de oferta. Sin embargo, si el mecanismo de formación de los precios y los salarios está sometido a rigideces, éstas retrasarán el ajuste necesario y darán lugar a distorsiones de los precios relativos una vez superadas dichas perturbaciones, contribuyendo así a la persistencia de los diferenciales de inflación<sup>12</sup>.

A este respecto, la evidencia provisional más reciente, procedente de la red del Eurosistema, sobre la persistencia de la inflación<sup>13</sup> ayuda a entender la importancia de las rigideces en el comportamiento de las empresas de la zona del euro a la hora de fijar los precios. Basándose en datos microeconómicos sobre los precios de consumo, la red calcula que la duración media de los precios de consumo<sup>14</sup> en la zona del euro se sitúa entre cuatro y cinco trimestres, en comparación con una estimación de unos dos trimestres en Estados Unidos. Ello parece indicar que, en promedio, el mecanismo de fijación de los precios es más rígido en la zona del euro que en Estados Unidos. Por lo que respecta a las diferencias en la frecuencia de las variaciones de los precios, la heterogeneidad entre productos y sectores parece ser más pronunciada que la heterogeneidad entre países. Además, la clasificación de los productos y los sectores atendiendo al grado de rigidez de los precios no sólo es similar en cada uno de los países analizados, sino que también es similar a la observada en Estados Unidos. Los precios de la energía y de los alimentos no elaborados parecen variar con más frecuencia en la zona del euro, mientras que las variaciones de los precios de los servicios parecen ser menos frecuentes.

Si, de hecho, los precios de los servicios se caracterizan porque su proceso de ajuste es sistemáticamente más largo (debido, quizás, a algunas características intrínsecas de su mecanismo de fijación) y, dado el elevado peso del sector de bienes no comerciables en la economía, ello podría generar divergencias importantes y persistentes entre las tasas de inflación.

12 Véanse, entre otros, I. Angeloni y M. Ehrmann (2004), «Euro area inflation differentials», Documento de Trabajo del BCE n.º 388, y F. Altissimo, P. Benigno y D. Rodríguez-Palenzuela (2004), «Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies», presentado en el seminario del BCE «Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area», Fráncfort, 13-14 de diciembre de 2004, disponible en [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

13 Véase la documentación de la conferencia «Inflation persistence in the euro area», Fráncfort, 10-11 diciembre del 2004, disponible en [www.ecb.int](http://www.ecb.int). El trabajo de I. Angeloni, L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Gali, A. Levin y F. Smets (2004), «Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings», disponible en la página web de la conferencia, ofrece un resumen de la información provisional recogida hasta la fecha en el marco del proyecto «Eurosistema Inflation Persistence Network».

14 La duración de los precios se define como el período transcurrido entre dos cambios sucesivos de precios.

Esta conclusión parecería encajar bien con los datos presentados en el cuadro 3, según los cuales el sector servicios (que explica la mayor parte de la evolución de los precios del sector de bienes no comerciables) contribuye de forma significativa a la dispersión total de la inflación. También la corroboran los datos del cuadro 2, que demuestran la importancia de los costes laborales unitarios en la explicación de las diferencias en los crecimientos de los deflatores del PIB en la zona del euro, dado que una gran parte de la producción total del sector servicios corresponde a la remuneración por asalariado. En conjunto, cabría pensar que la persistente divergencia en la evolución de los precios podría, en gran medida, tener su origen en diferencias en la evolución de los salarios y en sus mecanismos de fijación entre los distintos países de la zona del euro (incluida, en algunos de ellos, la indicación automática de los salarios nominales a los precios).

### 3.3 FACTORES RELACIONADOS CON LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Tanto las políticas de carácter agregado como las propias políticas regionales podrían determinar el grado de heterogeneidad existente en una unión monetaria. Las políticas fiscales, en particular, pueden ser una causa de los diferenciales de inflación y producción dentro de la zona del euro. En primer lugar, las variaciones en los precios administrados y en los impuestos indirectos pueden contribuir a la dispersión de la inflación, al menos a corto y medio plazo. En la zona del euro, los precios administrados representan alrededor del 6% del total del IAPC. Sin embargo, se ha demostrado que la diferencia entre la dispersión de la inflación general medida por el IAPC y la de la inflación que se obtiene excluyendo los precios administrados ha sido muy pequeña desde 1999<sup>15</sup>. Y, lo que es más importante, la política fiscal también puede contribuir a crear o reforzar los diferenciales de inflación cuando los instrumentos fiscales se utilizan de forma inapropiada. A este respecto, se ha comprobado que los efectos procíclicos de las políticas fiscales aplicadas en los países de la zona del euro pueden haber contribuido a aumentar las diferencias cíclicas entre unos y otros en los últimos años<sup>16</sup>.

Las políticas estructurales llevadas a cabo a nivel nacional o regional también pueden dar lugar a diferenciales de inflación. Por ejemplo, las políticas encaminadas a influir en la estructura del mercado de trabajo pueden modificar el mecanismo de fijación de los salarios. El hecho de que en algunos países de la zona del euro se incluyan cláusulas de indicación en los convenios colectivos de negociación salarial puede contribuir, por ejemplo, a la persistencia de los diferenciales al incrementar la inercia de la inflación en esos países.

En una unión monetaria, la política monetaria también puede aumentar la dispersión de la inflación en caso de que se transmita de forma diferenciada a los distintos países, especialmente si en ellos existen rigideces nominales de diverso grado. Sin embargo, a este respecto, no existe evidencia concluyente de diferencias sistemáticas en la transmisión de los impulsos de política monetaria a los países de la zona<sup>17</sup>. Las diferencias en el impacto estimado de la política monetaria sobre la producción y los precios en los distintos países no suelen ser robustas a la utilización de metodologías, datos y modelos diferentes. Además, los efectos de la política monetaria dependen de forma crucial del régimen de política monetaria en vigor; el cambio de régimen tras la adopción del euro podría haber modificado el mecanismo de transmisión de la política monetaria en los países de la zona del euro, lo que dificulta una correcta extrapolación partiendo de las experiencias históricas.

### 3.4 MECANISMOS DE AMPLIFICACIÓN Y DE COMPENSACIÓN DENTRO DE LA UNIÓN MONETARIA

En la zona del euro, como en otras uniones monetarias, el tipo de interés oficial fijado por el banco

15 Véase ECB (2003), «Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications». No obstante, las variaciones en los impuestos indirectos y precios administrados en algunos países de la zona del euro parecen haber contribuido en cierta medida a los incrementos de la dispersión de la inflación medida por el IAPC observados en el primer semestre del 2004.

16 Véase nota n.º 5.

17 Véase el artículo titulado «Resultados recientes sobre la transmisión de la política monetaria en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2002.



central es uniforme para todos los países participantes. Al mismo tiempo, por muchas y variadas razones pueden aparecer diferenciales de inflación entre los distintos países. A veces se argumenta que la combinación de los dos factores antes mencionados da lugar a una divergencia entre los tipos de interés reales de los países que integran la unión, lo que puede tener un efecto desestabilizador en las economías nacionales, en particular al contribuir a intensificar los diferenciales de inflación. Por ejemplo, se sostiene que los países con tasas de inflación superiores a la media registran tipos de interés reales más bajos, lo que a su vez estimula la demanda interna y la inflación, y que, por el contrario, los países en los que la inflación es inferior a la media registran tipos de interés reales más altos, que ejercen más presión a la baja sobre la demanda interna y la inflación. Sin embargo, al formular estas consideraciones no se tienen en cuenta todos los factores subyacentes.

En primer lugar, la argumentación anterior suele esgrimirse con referencia a las medidas ex post del tipo de interés real, calculado como la diferencia entre los tipos de interés nominales y el nivel de inflación actual observada. En cambio, lo que verdaderamente importa en las decisiones de inversión y consumo son las medidas ex ante de los tipos de

interés reales, es decir, la diferencia entre los tipos de interés de mercado y las expectativas de evolución de la inflación durante el período relevante<sup>18</sup>. A título de ejemplo, en el cuadro 4 se compara la dispersión de los tipos de interés reales ex post y ex ante, utilizando para el cálculo de estos últimos las previsiones de inflación (del IAPC) para el período en cuestión que recopila Consensus Economics<sup>19</sup>.

La dispersión por países de las medidas ex ante de los tipos de interés reales es notablemente menor que la de las medidas ex post. En el caso de los tipos de interés a largo plazo, la dispersión de las primeras ha sido, desde 1999, aproximadamente igual a la mitad de la que se obtiene utilizando la inflación observada. Además, desde 1999, la dispersión de las medidas ex ante de los tipos de interés reales ha sido, aproximadamente, igual a un tercio de la observada antes de la introducción del euro. En cambio, la dispersión de las medidas ex post prácticamente no ha variado.

18 Para más información, véase el recuadro titulado «Medición de los tipos de interés reales en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de septiembre del 2004.

19 Las previsiones de inflación elaboradas por Consensus Economics están disponibles para todos los países de la zona del euro, excepto Luxemburgo, cuando se trata de horizontes temporales más cortos, pero sólo se dispone de datos de los cinco países más grandes para horizontes temporales más largos.

**Cuadro 4 Algunos indicadores de la dispersión de los tipos de interés reales dentro de la zona del euro**

(puntos porcentuales)

		Tipos de interés reales a corto plazo <sup>1)</sup>		Tipo de interés reales a largo plazo <sup>2)</sup>	
		Ex ante	Ex post	Ex ante	Ex post
		Previsiones de inflación ex ante para el año siguiente <sup>3)</sup>	Tasa de inflación interanual observada medida por el IAPC	Previsiones de inflación a largo plazo (a un horizonte de seis a diez años) <sup>3)</sup>	Tasa de inflación interanual observada medida por el IAPC
<b>Desviación típica</b>					
1990-1998	<i>sin ponderar</i> <sup>4)</sup>	1,69	0,82	1,29	0,68
	<i>ponderada</i> <sup>5)</sup>	1,26	0,75	1,23	0,64
1999-febrero 2005	<i>sin ponderar</i> <sup>4)</sup>	0,52	0,76	0,26	0,58
	<i>ponderada</i> <sup>5)</sup>	0,45	0,66	0,23	0,54

Fuentes: BPI, previsiones de Consensus Economics, BCE, cálculos del BCE, Eurostat y Reuters.

1) Tipos de interés a tres meses del mercado monetario (EURIBOR para el período 1995-2005). Incluye todos los países de la zona del euro, salvo Luxemburgo.

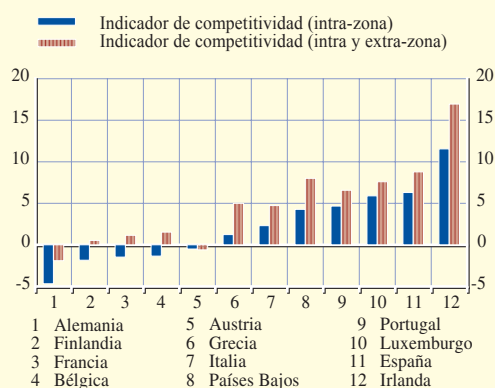
2) Rendimiento de la deuda pública a diez años cuando hay datos disponibles. En caso contrario, rendimiento de instrumentos con vencimiento más próximo. Las cifras incluyen datos de Francia, Alemania e Italia, y, a partir de 1995, también de los Países Bajos y España.

3) Las previsiones correspondientes a cada país proceden de los datos de Consensus Economics.

4) A todos los países de la zona del euro considerados se les asignan las mismas ponderaciones.

5) Basada en las ponderaciones del PIB del 2002 a tipos de cambio PPA.

**Gráfico 2 Indicadores nacionales de competitividad<sup>1)</sup>**  
- tasas de variación acumulada entre enero de  
1999 y diciembre del 2004



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Un aumento indica una apreciación del tipo de cambio efectivo real o un descenso de la competitividad del país en términos de los precios de consumo. El primer indicador (intra-zona) se basa en el comercio dentro de la zona del euro y se deflacta por el IAPC nacional, mientras que el segundo (intra y extra-zona) incorpora también los intercambios con un grupo de 23 socios comerciales de la zona del euro.

En segundo lugar, y lo que quizás sea más importante, las consecuencias de los diferenciales de inflación (y, por lo tanto, de las divergencias en los tipos de interés reales) dependen, evidentemente, de las causas que subyacen a dichos diferenciales, que, como ya se mencionó, son muchas y muy variadas. Por ejemplo, si un país registra una tasa de inflación inferior a la media porque su ritmo de crecimiento de la productividad es superior a la media, cabría pensar que el país en cuestión tiene unas sólidas perspectivas de inversión, aun cuando su tipo de interés real observado sea más alto que el de otros países.

Por último, en una unión monetaria en la que los tipos de cambio entre los países que la integran son fijos por definición, existen fuerzas de mercado muy poderosas que actúan a favor de la estabilización. Concretamente, si un país registra una tasa de inflación inferior a la media, debido a la atonía de la demanda, será más competitivo en relación con otros países. Gracias a ello, la demanda en ese país tenderá a aumentar (y a reducirse en otros) con el tiempo. Como se ha demostrado en una serie de estudios recientes, el canal de la competitividad (o del “tipo de cambio real”), aunque tarda en consolidarse, termina por convertirse en

el principal factor de ajuste<sup>20</sup>. A este respecto, el gráfico 2 muestra que, como consecuencia de los persistentes diferenciales de inflación observados, los países de la zona del euro han registrado acusadas diferencias en lo que se refiere a la evolución de su competitividad<sup>21</sup>.

#### 4 IMPLICACIONES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN PARA EL DISEÑO DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Como se indicó anteriormente, los diferenciales de inflación de la zona del euro reflejan, hasta cierto punto, fenómenos de equilibrio a más largo plazo y el funcionamiento normal y ordenado de los ajustes de los precios relativos, inducidos por el mercado, tras una perturbación económica. Concretamente, en el caso de una unión monetaria de reciente creación (desde una perspectiva histórica), la adopción de una moneda única presupone una transformación gradual, pero bastante notable, de las estructuras económicas en vigor y crea las condiciones para el desarrollo de un proceso de ajuste económico a largo plazo. Por lo tanto, los diferenciales de inflación entre los países de la zona del euro podrían reflejar, al menos en parte, variaciones equilibradoras de los precios relativos, que son una manifestación inevitable e incluso deseable de los cambios estructurales graduales y, en última instancia, de gran alcance que traen consigo la integración monetaria y la creación de un mercado único.

Sin embargo, al menos en cierta medida, los persistentes diferenciales de inflación observados en la zona del euro son también resultado de desajustes de las políticas fiscales nacionales, de la evolución de los salarios y de ineficiencias

20 Véase, por ejemplo, S. Deroose, S. Langedijk y W. Roeger (2004), «Reviewing adjustment dynamics in EMU: from overheating to overcooling», Economic Paper n.º 198, de la Comisión Europea, e I. Angeloni y M. Ehrmann (2004), «Euro area inflation differentials», Documento de Trabajo del BCE n.º 388.

21 Para más información, véase L. Buldorini, S. Makrydakis y C. Thimann (2002), «The effective exchange rates of the euro», Occasional Paper n.º 2 del BCE, y el recuadro 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 del BCE de septiembre del 2004.

estructurales muy arraigadas (como rigideces nominales y reales en los mercados de productos y factores) y pueden tener efectos negativos en las economías nacionales. A menudo, son las barreras que obstaculizan el funcionamiento de las fuerzas del mercado, que suelen retrasar los ajustes necesarios, las que requieren una actuación por parte de las autoridades económicas después de producirse una perturbación económica.

#### **4.1 REFORMAS ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE TRABAJO Y DE PRODUCTOS**

Es un hecho ampliamente reconocido que hay dos elementos cruciales para el ajuste ordenado frente a los cambios en la situación económica y el eficiente funcionamiento de un área monetaria: la movilidad de los factores de producción y la flexibilidad de los mecanismos de fijación de salarios y precios.

Con respecto a la movilidad de los factores de producción, en la zona del euro puede observarse una clara dicotomía.

Por una parte, se ha avanzado considerablemente en el proceso de integración de los mercados financieros. Aunque es necesario adoptar más medidas para eliminar la segmentación de los mercados y la reglamentación que aún persiste y dificulta la libre competencia, se observa un incremento continuo de los flujos transfronterizos, tanto financieros como de capital, así como un aumento de la competencia en la prestación de servicios financieros. La intensificación de la integración financiera en los próximos años permitirá a los inversores diversificar sus carteras de forma más eficiente y, por consiguiente, crear una barrera de protección frente a algunos riesgos macroeconómicos localizados.

Por otra parte, el segundo factor principal de producción, el trabajo, parece reaccionar con demasiada lentitud a la presencia de señales de los salarios y la demanda, o se le impide hacerlo debido a las señales persistentemente distor-

sionadas respecto a los precios, lo que se traduce en una movilidad relativamente baja entre países y regiones, y también entre sectores y profesiones. De lo que se deduce que es necesaria una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo en el contexto de la UEM, sobre todo a nivel nacional y regional. Esa flexibilidad reviste aún más importancia por la presencia de elementos de carácter permanente, como las diferencias lingüísticas y culturales, que frenan la movilidad entre unos países y otros. En los diez últimos años se han logrado visibles progresos en casi todos los países de la zona del euro en lo que a la reforma de los mercados de trabajo se refiere. Sin embargo, dichos mercados siguen siendo demasiado rígidos y poco sensibles a las condiciones económicas. Ello se refleja en la persistencia de altos niveles de desempleo estructural y las bajas tasas de actividad que se observan en casi todos los países. Entre otras medidas, se podrían considerar las que se centran en atajar los desincentivos para flexibilizar los mercados de trabajo, por ejemplo, los derivados de las elevadas tasas de reposición, la compresión de las estructuras salariales y las leyes de protección del empleo.

De la misma manera, para aumentar la eficiencia de las señales de los precios en los mercados de bienes y servicios, lo que a su vez se traduciría en una asignación más eficiente de los recursos en la economía, es esencial continuar el proceso de fortalecimiento de una competencia eficaz, por ejemplo mediante la liberalización y la desregulación. Intensificando la competencia con reformas de la reglamentación no sólo se conseguirá estimular la innovación y la productividad y reducir los precios en los mercados pertinentes, sino también aumentar la resistencia de la región y su capacidad de adaptación a la constante evolución de las condiciones económicas.

#### **4.2 POLÍTICA FISCAL**

La política fiscal también puede ayudar a reforzar la capacidad de cada país para hacer frente a las perturbaciones económicas y reducir los posibles efectos negativos de los persistentes dife-

renciales de inflación. En particular, unas finanzas públicas saneadas son esenciales para que los países puedan permitir que los estabilizadores automáticos funcionen plenamente sin correr el riesgo de incurrir en déficit excesivamente elevados. Se trata de un mecanismo importante en el proceso de ajuste macroeconómico para hacer frente al problema de la divergencia regional. La experiencia histórica demuestra que las políticas fiscales discrecionales son un instrumento inadecuado (especialmente si se tienen en cuenta los desfases que conllevan en su implementación y en sus efectos) frente a las fluctuaciones cíclicas. A este respecto, es particularmente importante que las autoridades eviten que las medidas de política discrecionales actúen de forma procíclica a lo largo del ciclo económico y, por lo tanto, exacerben las divergencias entre los distintos países después de producirse perturbaciones asimétricas.

#### 4.3 IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

Existe un amplio consenso entre los representantes del mundo académico, los observadores y las autoridades económicas en que el objetivo primordial de la política monetaria ha de ser el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Así pues, la política monetaria ha de actuar como ancla de las expectativas de inflación y aumentar la transparencia de los mercados, facilitando así el ajuste necesario de los precios relativos en los distintos países o sectores cuando se produzcan perturbaciones económicas. En cambio, es un hecho ampliamente reconocido que asignar a la política monetaria el papel adicional de abordar directamente la cuestión del equilibrio relativo entre los sectores o las regiones del área monetaria en el proceso de ajuste frente a las perturbaciones sobrecargaría dicha política en detrimento de su objetivo primordial.

Al mismo tiempo, el debate ha tendido a centrarse en los últimos tiempos en hacer hincapié en algunas implicaciones más directas de los diferenciales de inflación para la formulación de la política monetaria en una unión monetaria, especialmente cuando esos diferenciales se combinan con rigideces nominales o reales, o son el resultado de éstas.

En el recuadro se examinan algunas de las contribuciones recientes aparecidas en la literatura económica, en las que se aborda este tema. Si bien, como se indica en el recuadro, algunas de las conclusiones de este análisis reciente dependen mucho del marco analítico concreto adoptado y algunas de las recomendaciones formuladas tropezarían con graves problemas a la hora de ponerlas en práctica, es posible extraer varias conclusiones generales importantes. En primer lugar, la presencia de diferenciales de inflación generados por factores de equilibrio a largo plazo entre los países podría constituir un motivo adicional (junto con otras razones prominentes, como la necesidad de garantizar un margen de seguridad suficiente para protegerse de los riesgos de una deflación) para que el banco central trate de mantener la tasa de inflación en el conjunto del área monetaria en un nivel bajo, pero no excesivamente próximo a cero. En segundo lugar, es importante que el banco central tenga en cuenta la información regional y sectorial disponible sobre el origen y la naturaleza de las perturbaciones económicas, incluido el seguimiento y la comprensión de las causas subyacentes de los diferenciales de inflación, aun cuando formule su política con la intención de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área monetaria. Por último, manteniendo una orientación de medio plazo en la ejecución de su política monetaria, el banco central puede facilitar el necesario ajuste de los precios relativos entre las regiones y los sectores cuando se producen perturbaciones asimétricas.

**LITERATURA ECONÓMICA RECIENTE SOBRE LAS IMPLICACIONES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN PARA LA POLÍTICA MONETARIA DE UNA UNIÓN MONETARIA**

La Unión Económica y Monetaria ha dado lugar a una serie de contribuciones analíticas cuyo objetivo es evaluar las implicaciones de los diferenciales de inflación para la ejecución de la política monetaria única.

Una primera corriente de investigación ha abordado las implicaciones de los diferenciales de inflación generados por factores de equilibrio tales como el efecto Balassa-Samuelson (descrito en la sección 3)<sup>1</sup>. En ese contexto, los diferenciales de inflación dentro de un área monetaria reflejan cambios equilibradores en los precios relativos, que constituyen una manifestación inevitable y deseable del ajuste gradual inducido por el proceso de integración monetaria. Sin embargo, en presencia de rigideces nominales a la baja en la fijación de precios y salarios, estos diferenciales pueden llegar a ser un motivo de preocupación para el banco central, porque pueden deteriorar la capacidad de una política monetaria común de funcionar de manera eficiente con niveles de inflación muy reducidos. En presencia de rigideces nominales a la baja, los países con tasas de inflación persistentemente por debajo de la media podrían tener que hacer frente a períodos prolongados de deflación y tropezar con dificultades para recuperar la competitividad. Aunque estos argumentos no carecen de base (y, de hecho, el BCE los tiene en cuenta, como se comenta en la sección 5), su importancia cualitativa no debe exagerarse. En primer lugar, como se ha mencionado anteriormente, las estimaciones cuantitativas del efecto Balassa-Samuelson en la zona del euro apuntan a que la contribución de este factor a la explicación de los diferenciales de inflación es relativamente pequeña. En segundo lugar, la evidencia empírica indica que hay margen considerable para la flexibilidad a la baja de los precios y los salarios en la zona del euro<sup>2</sup>.

Una segunda corriente de la literatura defiende el compromiso activo de la política monetaria para hacer frente a los diferenciales de inflación procedentes de la existencia de rigideces nominales y reales en las uniones monetarias<sup>3</sup>. Según estos argumentos, para lograr su objetivo final —definido habitualmente como el bienestar económico de la unión monetaria en el contexto de un modelo específico—, el banco central debería fijar como meta un objetivo determinado mediante un índice de precios que asigne una ponderación a las unidades sectoriales o regionales que difiera del tamaño relativo de esas unidades. Esa ponderación debería, en cambio, reflejar las estimaciones de características estructurales clave de la unidad sectorial o regional de que se trate. A este respecto, una conclusión fundamental que puede extraerse de esa evaluación es que, en estos modelos sencillos, el bienestar económico general se ve incrementado por una política monetaria que asigna ponderaciones mayores a sectores o regiones en los que la evolución de los precios es más persistente. La lógica de lo anterior puede describirse como sigue. En una economía con dos sectores del mismo tamaño, uno más rígido (es decir, con un mayor grado de fricción en el ajuste de los precios relativos posterior a las perturbaciones) y el otro más flexible, una política monetaria que no tome en consideración la heterogeneidad sectorial en la ponderación del índice de precios supone que, ante una perturbación agregada, los dos sectores tienen que ajustarse de la misma manera. Sin embargo, en su ajuste a la perturbación macroeconómica, el sector rígido soporta costes más elevados que el sector flexible. Este desequilibrio genera en la unión monetaria una pérdida de bienestar que podría reducirse. Al

1 Véase, entre otros, H.-W. Sinn y M. Reuter (2001), «The minimum inflation rate for Euroland», Working Paper del NBER n.º 8085.

2 Véase la documentación de la conferencia titulada «Inflation persistence in the euro area», Fráncfort, 10-11 de diciembre de 2004, disponible en [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

3 Véanse, por ejemplo, M. Woodford (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, y P. Benigno (2004), «Optimal monetary policy in a currency area», *Journal of International Economics*, 63, pp. 293-320.

ponderar el sector más rígido de manera que se tenga en cuenta algo más que su tamaño total, la política monetaria se aseguraría de que el sector flexible respondiera en mayor medida a la perturbación, realizando así una mayor contribución al ajuste general necesario en la economía.

Aunque estas propuestas resultan intuitivamente atractivas en el contexto de los modelos, existen argumentos obvios en su contra y, en concreto, problemas sustanciales relacionados con cualquier aplicación práctica. En primer lugar, habría problemas enormes relacionados con la medición adecuada del grado de rigidez nominal en los distintos sectores o regiones, dado que no existe un método único de medir tal rigidez —ni siquiera una definición normalizada del fenómeno—. Sería, asimismo, muy difícil determinar el nivel al que se debería medir esa rigidez nominal (por ejemplo, si las unidades relevantes deberían ser sectores, regiones o países). Todo ello introduciría considerables elementos de arbitrariedad e incertidumbre en la ejecución de la política monetaria y afectaría negativamente a la transparencia del objetivo perseguido por el banco central y, por lo tanto, a su rendición de cuentas. En segundo lugar, no puede descartarse la posibilidad de que, al atribuir mayor protagonismo a la evolución específica de un país o de un sector en concreto, la política monetaria estaría acomodando, en la práctica, ineficiencias estructurales o de comportamiento, creando en última instancia incentivos perversos y obstaculizando el avance necesario hacia un mecanismo de ajuste basado más en el mercado. Además, la comunicación de la política monetaria tendría que hacer frente a problemas considerables, ya que su ejecución sería mucho más compleja y difícil de explicar a la opinión pública.

Esta literatura, sin embargo, también realiza una observación importante, esto es, que, para cualquier objetivo dado de política monetaria, es fundamental que el banco central tenga en cuenta el origen y la naturaleza de las perturbaciones económicas, incluidas las que se originan en el ámbito nacional, al formular la respuesta de política monetaria más apropiada. Esta observación la trata específicamente una tercera corriente de investigación, que analiza el papel de la información sectorial y regional en la ejecución de la política monetaria<sup>4</sup>. En estos modelos, el objetivo de la política monetaria se expresa (como ocurre en la zona del euro) en términos de un índice de precios para el conjunto del área, que asigna una ponderación a los países dependiendo de su tamaño relativo. Estos modelos muestran que, incluso en este caso, el resultado de la política monetaria podría mejorar si se tomara en consideración la información desagregada (es decir, sectorial y regional) relativa a la evolución económica, en vez de centrarse exclusivamente en la información agregada de toda el área.

4 Véanse, por ejemplo, P. Angelini, P. del Giovane, S. Siviero y D. Terlizzese (2002), «Monetary policy rules for the euro area: what role for national information?», Documento de Trabajo de la Banca d'Italia n.º 457.

## 5 IMPORTANCIA DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN Y DE LA INFORMACIÓN DESAGREGADA PARA LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

Como se especifica en el apartado 1 del artículo 105 del Tratado, el objetivo principal del BCE es mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. La estabilidad de precios hace que resulte más fácil reconocer las variaciones de los precios relativos, ya que dichas variaciones no se ven enmascaradas por las fluctuaciones del nivel general de precios. Ello per-

mite a las empresas y a los consumidores tomar decisiones más informadas respecto al consumo y la inversión, y al mercado asignar los recursos de forma más eficiente y aumentar el potencial de producción de la economía. Así pues, manteniendo un nivel de precios estable, la política monetaria contribuye al ajuste de los precios relativos y facilita su función de orientación en la asignación de los recursos entre los diversos sectores y países de la zona del euro. Es la mejor aportación que puede hacer la política monetaria al bienestar económico y a la consecución de altos niveles de actividad económica y empleo.

En 1998, el BCE anunció su definición de estabilidad de precios como «un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%». La elección del IAPC de Eurostat, un índice de precios de consumo comparable para todos los Estados miembros de la UE, presenta la ventaja de su transparencia, pues es la medida que más se aproxima al precio de una cesta representativa de bienes de consumo y servicios adquiridos por los hogares de la zona del euro.

En mayo del 2003, en el marco de su análisis de la estrategia de política monetaria del BCE, el Consejo de Gobierno del BCE aclaró su objetivo de estabilidad de precios, explicando que, al tratar de conseguir esa estabilidad, se propone mantener, a medio plazo, las tasas de inflación «por debajo del 2%, pero próximas a este valor». El objetivo de mantener las tasas de inflación cerca del límite superior de la banda definida como estabilidad de precios es una señal de la determinación del BCE de proporcionar un margen de protección suficiente para hacer frente al riesgo de una deflación. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno dejó claro que, en este contexto, también se tienen en cuenta las implicaciones de los diferenciales de inflación en todos los países de la zona del euro. De esta manera, se reconocía que dichos diferenciales pueden implicar un riesgo para las regiones con tasas de inflación más bajas desde el punto de vista estructural en términos de los costes potenciales que entrañaría el ajuste asociado a la posible presencia de rigideces nominales a la baja.

Si bien el trabajo interno del BCE, sus análisis y evaluaciones de la información económica, sus deliberaciones y sus decisiones en materia de política económica se orientan al objetivo de mantener la estabilidad de precios para el conjunto de la zona del euro, ello no significa que la institución estudie exclusivamente datos agregados (es decir, correspondientes a toda la zona). Para alcanzar su objetivo y, en particular, para llevar a cabo sus análisis generales de los riesgos que, a medio plazo, amenazan a la estabilidad de precios, el BCE realiza periódicamente revisiones y análisis de toda la información relativa a los diversos sectores y países que integran la zona del euro. Así pues,

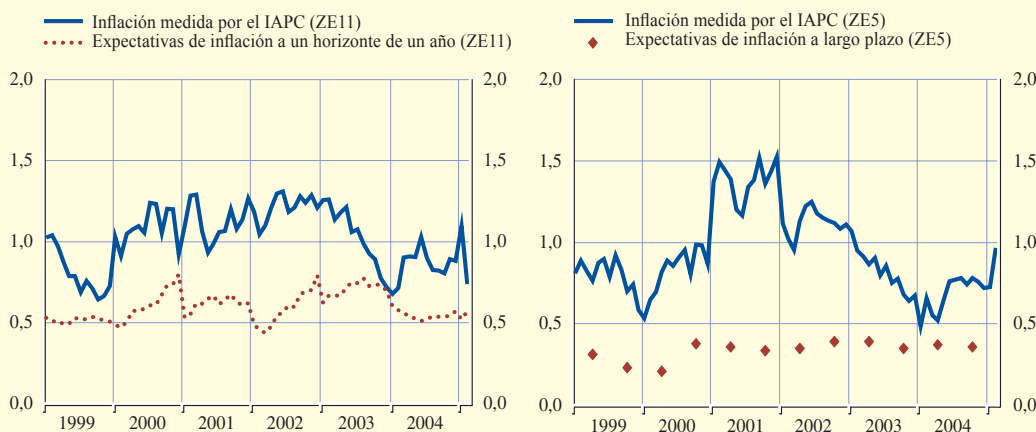
efectúa un estrecho seguimiento de la evolución sectorial y nacional, incluida la evolución de diversas medidas de precios y producción.

Esta actividad comprende varios aspectos importantes. En primer lugar, analizar la evolución sectorial y nacional de la zona del euro ayuda a evaluar con mayor precisión la situación económica y su posible evolución para la zona en su conjunto. Un ejemplo del uso intensivo de esta información desagregada son las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, que el BCE elabora y publica dos veces al año. En el contexto de este ejercicio, los expertos del Eurosistema analizan, discuten e interpretan conjuntamente un amplio acervo de información económica de nivel sectorial y nacional. Las proyecciones finales se elaboran agregando la evolución esperada de cada una de las economías, teniendo en cuenta los efectos de contagio de la evolución individual sobre el resto de la zona. Esta metodología es clave para entender mejor las tendencias subyacentes y las perspectivas económicas de la zona del euro en su conjunto.

En segundo lugar, como ya se mencionó en secciones anteriores, es esencial que el banco central pueda entender el origen y la naturaleza de las perturbaciones económicas (es decir, si tienen su origen en la demanda o en la oferta y si son permanentes o transitorias) y evaluar sus efectos sobre el conjunto de la economía, a fin de formular la mejor respuesta de política monetaria. A este respecto, el análisis de la información desagregada es un elemento clave, ya que algunas perturbaciones que afectan a toda la zona se originan en países o sectores concretos. En tercer lugar, dicho análisis es esencial para identificar las barreras estructurales que pueden obstaculizar el ajuste y los cambios susceptibles de aumentar la eficiencia en la zona; el BCE puede así informar al público y analizar de forma eficaz con otras instituciones europeas responsables de las políticas económicas cuáles son las medidas más apropiadas. Por último, un elemento crucial de la estrategia de política monetaria del BCE es su orientación al medio plazo, es decir, el hecho de que no trate de mantener o restablecer la estabilidad de precios a muy corto plazo tras producirse un cambio económico. Ello le permite formular la mejor política

**Gráfico 3** Dispersión de las tasas interanuales de inflación y expectativas de inflación<sup>1)</sup>

(desviación típica sin ponderar en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Consensus Economics y cálculos del BCE.

1) Las previsiones de inflación elaboradas por Consensus Economics están disponibles para todos los países de la zona del euro, excepto Luxemburgo, cuando se trata de horizontes temporales más cortos (ZE11, panel izquierdo), pero, para horizontes temporales más largos, sólo se dispone de datos sobre los cinco países más grandes (ZE5, panel derecho).

monetaria posible, teniendo en cuenta la naturaleza de las perturbaciones económicas, y, al mismo tiempo, ofrece a las economías o a los sectores pertinentes la flexibilidad necesaria para realizar un ajuste gradual tras una perturbación localizada o asimétrica.

La definición cuantitativa clara e inequívoca de la estabilidad de precios que ha adoptado el BCE, su alto grado de credibilidad y su fuerte hincapié en la consecución de su objetivo principal han permitido que las expectativas de inflación en la zona del euro se mantengan en consonancia con dicha definición. Un efecto positivo importante es que las expectativas de inflación a nivel de cada país son muy similares entre sí. En el gráfico 3 se observa que la dispersión de las expectativas de inflación entre los países de la zona del euro con un año de antelación (panel izquierdo) y con seis a diez años de antelación (panel derecho), calculada por Consensus Economics, es en realidad mucho menor que la dispersión de la inflación efectivamente observada. Dada la importancia de las expectativas de inflación para la evolución futura del comportamiento en la fijación de los salarios y precios, esto significa que se ha puesto en marcha un eficaz mecanismo, que está ayudando a mantener un elevado grado de uniformidad

en la evolución de los precios entre todos los países que integran la zona del euro.

## 6 CONCLUSIÓN

Los diferenciales de inflación entre las regiones o los sectores de una unión monetaria son un resultado natural del permanente reajuste de los precios relativos en una economía de mercado. Estos cambios equilibradores en los precios relativos, que constituyen un elemento integrante y esencial de toda economía de mercado, ofrecen señales e incentivos para que los participantes en los mercados, tanto desde el lado de la oferta como desde el de la demanda, reasignen los recursos y pongan en marcha el cambio económico.

Los diferenciales de inflación en la zona del euro, como lo indican la evidencia y los análisis descritos en las secciones anteriores, reflejan en parte esos cambios equilibradores en los precios relativos y constituyen, además, un elemento esencial del proceso de ajuste económico en el contexto de las transformaciones estructurales fundamentales que se están produciendo en la zona del euro como consecuencia de la Unión Económica y Monetaria. Desde esta perspectiva, los diferenciales de



inflación son un fenómeno deseable y debe permitirse que desempeñen su función equilibradora libres de obstáculos.

No obstante, la persistencia de los diferenciales de inflación en la zona del euro refleja también una falta de flexibilidad y adaptabilidad en las instituciones y las estructuras de mercado de las economías nacionales. Para resolver este problema, es necesario que los responsables de las políticas nacionales actúen con gran determinación adoptando medidas que permitan lograr un alto grado de flexibilidad y adaptabilidad en todas las regiones de la zona del euro.

En consonancia con sus competencias, tal como se establece en el Tratado, el BCE presta atención preferentemente al mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto y no pretende abordar cuestiones como los precios relativos o los diferenciales de inflación. El traba-

jo interno del BCE, sus análisis y evaluaciones de la información económica, sus deliberaciones y sus discusiones en materia de política económica se orientan a su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Para alcanzar este objetivo y, en particular, para llevar a cabo sus análisis generales de los riesgos que, a medio plazo, amenazan a la estabilidad de precios, el BCE realiza periódicamente revisiones y análisis no sólo de la información contenida en los agregados macroeconómicos de la zona del euro, sino también de toda información pertinente de ámbito sectorial o nacional. El análisis de la información desagregada es indispensable para identificar las tendencias subyacentes y las perturbaciones estructurales que impulsan la evolución de la zona del euro. Así pues, la información de nivel sectorial y nacional es un elemento fundamental de la evaluación que realiza el BCE de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

# CONCENTRACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN EN EL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO

## ARTÍCULOS

Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro

*Este artículo examina el alcance de la concentración bancaria en la zona del euro durante los últimos diez años, y explica algunos de los motivos para ello. Analiza también la manera en que el proceso de concentración ha afectado al comportamiento y a las estrategias geográficas, de productos y de diversificación sectorial de las entidades de crédito. Posteriormente, estudia la tendencia hacia una transformación de estas entidades en conglomerados financieros grandes y diversificados, especialmente en forma de grupos económico-financieros formados por entidades de crédito y empresas de seguros (bancassurance, en terminología internacional). Por último, comenta algunas de las implicaciones del proceso de conglomeración para la estabilidad financiera.*

## I EL PROCESO DE CONCENTRACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se presenta una panorámica de la concentración que ha tenido lugar en el sector bancario de la zona del euro desde comienzos de la década de los noventa. Se centra, en particular, en aspectos relacionados con el incremento de la diversificación sectorial y de la internacionalización de la propiedad de las entidades de crédito, y describe posteriormente los principales factores determinantes de este hecho, es decir, los cambios en el entorno externo y en las estrategias de las entidades.

### I.1 PATRÓN DEL PROCESO DE CONCENTRACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN

El número de entidades de crédito de la zona del euro pasó de aproximadamente 9.500 en 1995 a 6.400 en

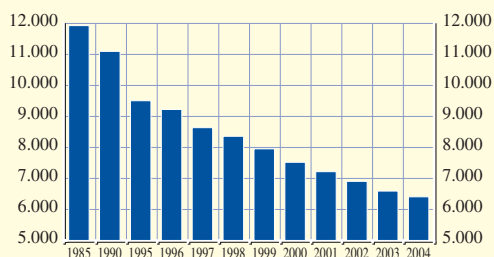
el 2004 (véase gráfico 1). En otras palabras, casi un tercio de las entidades de crédito que operaban hace diez años han desaparecido. Sin embargo, este patrón general no ha sido el mismo en todos los países: en los que contaban con un número más elevado de entidades de crédito, el proceso de concentración ha sido más generalizado (véase cuadro 1).

Pese al descenso en el número de entidades, el número de sucursales se ha mantenido bastante estable —o incluso ha aumentado— en la mayoría de los países de la zona (véase cuadro 1). La reestructuración del sector bancario sólo es evidente, o probable, cuando se ha producido previamente una concentración en la red de sucursales. El patrón observado hasta ahora avala la idea de que el proceso de concentración se ha visto impulsado, en general, por las fusiones y adquisiciones, y no por la reestructuración de la red de sucursales<sup>1</sup>.

Las cifras relativas a las operaciones de fusiones y adquisiciones refuerzan esta idea<sup>2</sup>. En 1991 —coincidiendo con la firma del Tratado de la Unión Europea— estas operaciones se incrementaron notablemente, y su número siguió siendo muy elevado hasta el 2004 (véase gráfico 2). La mayor parte de las fusiones y adquisiciones tuvieron un carácter nacional, y un 80% de ellas fue entre entidades del mismo país. En general, este es otro de los motivos por los que, inicialmente, en las fusiones y adquisiciones sólo tomaron parte las entidades de menor tamaño. Hasta el período 1998-2000 no se

Gráfico 1 Concentración en el sector bancario de la zona del euro

(1985-2004)



Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra el número absoluto de entidades de crédito de la zona del euro, tomado de las estadísticas de las IFM. Las cifras para 1985 y 1990 son indicativas.

- 1 Sólo se dispone de evidencia anecdótica sobre cierres de bancos debido a fallos operativos. A comienzos de la década de los noventa se produjo una reestructuración importante en los países nórdicos como consecuencia de la crisis bancaria.
- 2 Otra fuente de concentración, aunque sin consecuencias directas para el número de entidades en el mercado, se ha producido a través de participaciones cruzadas, es decir, de la adquisición de una participación minoritaria en otra entidad de crédito.

### Cuadro 1 Concentración en los países de la zona del euro

(ordenado por el número de entidades de crédito en el 2004)

País	Número de entidades de crédito 1995	Número de entidades de crédito 2004	Número de sucursales 1995	Número de sucursales 2003	Número de fusiones y adquisiciones 1995-2004	Del cual, fusiones y adquisiciones transfronterizas (%)
DE	3.785	2.148	48.180	47.351	170	17,8
FR	1.469	897	25.581	25.789	157	21,3
AT	1.041	796	4.667	4.395	41	29,6
IT	970	787	23.493	30.502	275	12,2
NL	648	461	6.802	3.671	23	57,7
ES	506	346	36.465	39.762	95	31,6
FI	381	363	1.941	1.252	16	25,0
PT	233	197	3.446	5.440	38	40,0
LU	220	165	348	269	10	92,9
BE	145	104	7.704	4.989	34	30,1
IE	56	80	1.043	924	8	62,5
GR	53	62	2.404	3.300	34	25,7
<b>Zona del euro</b>	<b>9.507</b>	<b>6.406</b>	<b>162.074</b>	<b>167.644</b>	<b>901</b>	<b>23,2</b>

Fuentes: BCE y Thomson Financial Securities Data Company.

Nota: El número estimado de fusiones y adquisiciones en el sector bancario durante el período 1995-2004 puede que excluya algunas operaciones de menor importancia que no fueron comunicadas. Los datos sobre fusiones y adquisiciones incluyen tanto las adquisiciones minoritarias como las mayoritarias; las fusiones y adquisiciones transfronterizas abarcan las entidades compradoras de la zona del euro y de terceros países.

produjeron operaciones entre grandes entidades y entre bancos y empresas de seguros (véase más adelante). Después del 2000, la evolución relativamente desfavorable del mercado de valores y el mantenimiento de la incertidumbre en los mercados se tradujo en un descenso general de las operaciones de fusiones y adquisicio-

nes, así como de sus volúmenes, aunque éstos se mantuvieron por encima de los registrados a comienzos de la década de los noventa.

A pesar de que su número es inferior, las fusiones y adquisiciones transfronterizas han ido en au-

### Gráfico 2 Fusiones y adquisiciones en el sector bancario de la zona del euro

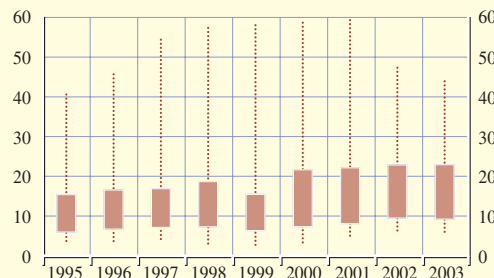
(número de fusiones y adquisiciones; mm de euros)



Fuente: Thomson Financial Securities Data Company.  
Nota: No se sabe el importe de algunas operaciones. Las operaciones transfronterizas se refieren a fusiones y adquisiciones dentro de la zona del euro.

### Gráfico 3 Cuota de mercado de entidades de crédito extranjeras en los países de la zona del euro

(en porcentaje de los activos totales)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra la distribución mínima, máxima y entre cuartiles de la cuota de mercado de las entidades extranjeras (sucursales y filiales) en los países de la zona del euro. Se ha excluido Luxemburgo por motivos de escala (la titularidad extranjera representa casi el 100%).

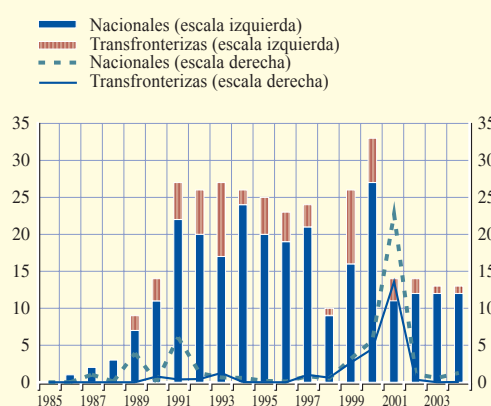
mento y han proporcionado a las entidades de crédito de la zona del euro una mayor presencia internacional, ofreciéndoles la posibilidad de diversificar los riesgos específicos de un país y de una región e incrementar sus ingresos. En promedio, las sucursales y filiales extranjeras representan un 15% del mercado bancario de la zona del euro (véase gráfico 3). Sin embargo, este porcentaje varía sustancialmente de un mercado a otro, y ha tendido a crecer ligeramente.

Esta evolución se ve secundada también por el crecimiento de la actividad bancaria transfronteriza directa (depósitos y créditos), que permite a las entidades aprovechar las oportunidades que brinda la diversificación sin incurrir en los elevados costes fijos de establecimiento. La prestación transfronteriza de servicios bancarios dentro de la zona del euro se ha visto claramente favorecida por la introducción del euro en 1999, y benefició principalmente a las actividades de banca mayorista, como los préstamos interbancarios, el préstamo sindicado y la distribución de activos. Asimismo, la toma de depósitos y la concesión de créditos transfronterizos al por menor han seguido creciendo, aunque se mantienen en niveles relativamente bajos.

Muchas entidades de crédito de la zona del euro forman parte de grupos o conglomerados financieros más grandes. Un conglomerado financiero se compone de un grupo de entidades cuya actividad principal es la financiera y cuyas entidades reguladas se dedican, fundamentalmente, a al menos dos actividades bancarias: los seguros y los valores<sup>3</sup>. La unión de las actividades bancarias y de seguros en una única institución de servicios financieros ha resultado tener mucho éxito, y el número de instituciones de ese tipo ha registrado un fuerte crecimiento a escala mundial. En el período 1985-2004, aparecieron varios grupos de *bancassurance* tras una sucesión de operaciones de fusiones y adquisiciones en la zona del euro (véase gráfico 4). En el período 1999-2001 en particular, se llevaron a cabo una serie de importantes operaciones. En casi el 70% de ellas se vieron afectadas entidades de crédito y empresas de seguros del mismo país. Buena parte de las operaciones transfronterizas las iniciaron empresas de seguros que buscaban establecimientos bancarios para distribuir sus

**Gráfico 4 Fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito y empresas de seguros de la zona del euro**

(número de fusiones y adquisiciones; mm de euros)



Fuente: Thomson Financial Securities Data Company.

Notas: Las entidades objeto de estas operaciones son entidades de crédito o empresas de seguros establecidas en la zona del euro adquiridas por empresas de seguros o entidades de crédito, respectivamente. Véanse también las notas del gráfico 2.

productos y diversificar sus flujos de ingresos. Las fusiones y adquisiciones intersectoriales entre instituciones financieras nacionales suelen ser por importes más elevados que las operaciones transfronterizas. Este hecho podría sugerir que la distribución de productos es un motivo más importante para la realización de fusiones y adquisiciones que la diversificación geográfica de los flujos de ingresos.

## 1.2 DETERMINANTES DE LA CONSOLIDACIÓN

Los cambios en el entorno exterior —incluidos los cambios macroeconómicos, tecnológicos y en la regulación— han contribuido a la concentración del sector bancario<sup>4</sup>. Desde mediados de los ochenta, el sector financiero de la UE ha experimentado una sustancial liberalización y desregulación (véase cuadro 2). Estas medidas han creado un entorno más competitivo, facilitando la concentración de las entidades de crédito.

3 Véase Dierick, «The supervision of mixed financial services groups in Europe», Occasional Paper del BCE, n.º 20, agosto del 2004.

4 Véase también el informe del Grupo de las Diez sobre «Consolidation in the financial sector», enero del 2001.

**Cuadro 2 Normativa relevante para el sector financiero de la zona del euro**

Año	Descripción
1977	Primera directiva bancaria: coordinación de normativa sobre entidades de crédito; libertad de establecimiento de entidades de crédito
1988	Regulación de la adecuación de capital, Basilea: marco de solvencia
1988	Desregulación de los movimientos de capital en los países del Sistema Monetario Europeo
1989	Segunda directiva bancaria: principios de control del país de origen; reconocimiento mutuo de las normas y criterios prudenciales
1993	Directiva relativa a los Servicios de Inversión
1999	Inicio del Plan de acción para los servicios financieros
2000	Directiva relativa a las entidades de dinero electrónico
2001	Directiva relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito
2001	Reglamento relativo al Estatuto de la Sociedad Anónima Europea
2004	Nueva directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición
2006-8	Regulación de la adecuación del capital, Basilea II: nuevo marco de solvencia

De cara al futuro, el nuevo Estatuto de la Sociedad Anónima Europea puede propiciar una mayor concentración, al permitir que las entidades operen de acuerdo con un conjunto común de normas comunitarias, además de con los distintos ordenamientos jurídicos nacionales. También puede proporcionar a los bancos un motivo concreto para la reestructuración transfronteriza, tal como un cambio de sede o una racionalización de las estructuras del grupo.

Además, desde mediados de los ochenta, los países de la UE han procedido a desregular cada vez más sus mercados financieros, animando a las entidades de crédito de la zona del euro a ampliar su negocio a actividades afines, como la banca de inversión, la gestión de activos y los seguros, con lo que han fomentado la concentración transfronteriza del sector financiero.

La creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha obligado a las entidades de crédito a reconsiderar su orientación estratégica y ha dado lugar a una creciente internacionalización y diversificación geográfica, que ha hecho más uniformes las prácticas bancarias y más transparente la fijación de precios. Esto ha reducido también los costes y aumentado la liquidez de la emisión de valores en la zona del euro, estimulando con ello la desintermediación, lo que, a su vez, ha fomentado la concentración en el sector bancario de la zona del euro.

Los avances tecnológicos han constituido asimismo uno de los principales factores que han impulsado el

cambio en el sector bancario, pues han hecho posible que las entidades de crédito lleguen a puntos más apartados geográficamente a través de canales electrónicos<sup>5</sup>. Sin embargo, los beneficios derivados de esta inversión no guardan relación con el volumen de la misma, y sólo las entidades de mayor tamaño tienen la escala mínima necesaria para justificar un gasto sustancial en tecnología. Desde una perspectiva estratégica, esto refuerza la tendencia hacia entidades consolidadas de mayor tamaño.

Por último, la situación macroeconómica también ha contribuido a la concentración: a lo largo de la década de los noventa, el favorable entorno de los tipos de interés, la elevada valoración de los mercados de valores y el alto crecimiento económico permitieron a las entidades de crédito registrar abultados beneficios y acumular importantes reservas, que se utilizaron posteriormente para financiar su expansión y la adquisición de sus competidores (más débiles). El efecto contrario también fue notable, pues la desaceleración económica que se registró en el período 2001-2003 ocasionó una reducción de las fusiones y adquisiciones.

Un importante factor determinante de la concentración bancaria tuvo su origen en el propio sector, y procede de la necesidad de un desarrollo continuo.

Aunque es difícil de evaluar de manera inequívoca, algunos indicadores —como el número de sucursales por habitante— sugieren que las en-

<sup>5</sup> Véase el informe del BCE sobre «The effects of technology on the EU banking systems», julio del 2004.

tidades de crédito de algunos países deseaban reducir el exceso de capacidad y aumentar su cuota de mercado. Esto se puso de manifiesto en una encuesta relativa a las estrategias de las entidades de gran tamaño realizada en el 2004, que identificó el mantenimiento de la cuota de mercado como una de las mayores preocupaciones estratégicas, que llevó a la concentración tanto en el sector bancario nacional como en el de la zona del euro<sup>6</sup>.

Los estudios de las características de las empresas que intervienen en las operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector financiero avalan, en general, la opinión de que la búsqueda de mejoras en la eficiencia da lugar a la concentración, siempre que los directivos de la empresa compradora sean más eficaces al minimizar los costes que la empresa objeto de la adquisición. Muchos estudios han constatado que las empresas compradoras tienden a ser más eficientes en los costes que las empresas adquiridas.

La evidencia empírica sugiere que las economías de escala pueden haber sido un factor impulsor de la concentración entre las empresas de servicios financieros pequeñas y medianas durante la década de los noventa. Esto es así porque las economías de escala permiten a las instituciones financieras conseguir sinergias en las operaciones y en los costes e incrementar el valor de la franquicia. Mientras que, en un mercado más pequeño, menos entidades pueden lograr una escala adecuada para apoyar un conjunto tan amplio y diversificado de actividades, en un mercado de mayor tamaño, una escala relativamente menor podría bastar para operar de manera eficiente (véase sección 2.1)<sup>7</sup>.

Las economías de alcance —obtenidas por un grupo consolidado capaz de ofrecer una amplia gama de productos y servicios que entidades independientes no podrían ofrecer (por ejemplo, por los elevados costes de ventas, que hacen que el producto no sea competitivo)— pueden haber propiciado también la concentración.

## 2 CONSECUENCIAS DEL PROCESO DE CONCENTRACIÓN

El proceso de concentración aumenta el tamaño medio de las entidades: el balance total de una entidad de crédito media de la zona del euro pasó de menos de 1,5 mm de euros en 1995 a casi 3 mm de euros en

el 2003. Este efecto de la concentración es también muy evidente entre las entidades de mayor tamaño: el porcentaje sobre el total de activos de los 25 bancos más grandes de la zona del euro se incrementó del 45% en 1997 al 60% en el 2003. En esta sección se analiza el impacto de este proceso de concentración en el comportamiento de las entidades de crédito de la zona del euro, así como las eventuales implicaciones para la estabilidad financiera.

### 2.1 CONCENTRACIÓN Y COMPETENCIA

El nivel de concentración del mercado indica el grado de competencia en un mercado, ya que muestra hasta qué punto las grandes entidades de crédito pueden controlarlo. La concentración ha aumentado en todos los países de la zona del euro desde mediados de los noventa. En particular, en los países más pequeños de la zona, la cuota de mercado de las cinco entidades de crédito de mayor tamaño supera habitualmente el 60%. El índice Herfindahl<sup>8</sup> también sugiere, aunque en menor medida, estructuras de mercado concentradas (véase gráfico 5). No obstante, la definición de mercado relevante está pasando paulatinamente del mercado nacional al mercado de la zona del euro, como consecuencia de la mayor integración financiera. Con todo, pese a la mayor concentración, la situación competitiva del sector bancario de la zona del euro no parece haberse visto afectada negativamente. Los márgenes de intermediación han caído significativamente, incluso en los mercados con un mayor grado de concentración, lo que indicaría que los mercados bancarios siguen estando expuestos a la competencia<sup>9</sup>.

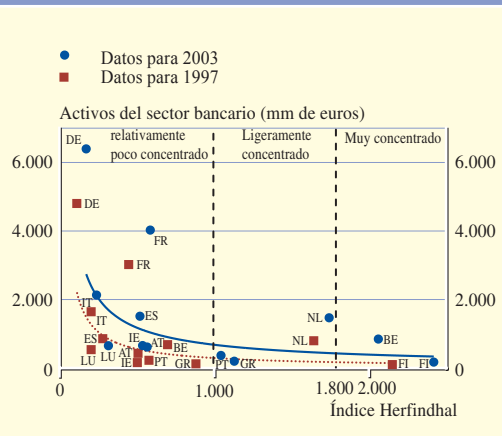
6 Véase la sección 3.2 del informe del BCE, titulado «Report on EU banking structure», noviembre del 2004.

7 La evidencia empírica sobre las economías de escala en la banca aporta resultados desiguales: algunos estudios encuentran evidencia de economías de escala, mientras que otros no. Sin embargo, hay consenso en cuanto a que hay economías de escala en algunos segmentos bancarios, especialmente en la banca mayorista y en la banca de inversión.

8 El índice Herfindahl es la suma al cuadrado de las cuotas de mercado de las entidades de crédito de un país. Varía de 0 a 10.000. Se dice que un mercado está «muy concentrado» si el índice se sitúa por encima de 1.800, y que está «relativamente poco concentrado» si el índice se sitúa por debajo de 1.000.

9 Suponiendo que la competencia refuerza la eficiencia y reduce los márgenes de intermediación, éstos últimos pueden considerarse un indicador *proxy* adicional de la competencia. Cabe observar, sin embargo, que algunos segmentos se consideran, en general, menos expuestos a la competencia que otros, en particular las operaciones bancarias minoristas (por contraposición a la banca mayorista), debido a la importancia de las sucursales, a los efectos de la reputación, a los elevados costes irre recuperables, etc.

**Gráfico 5 Tamaño y concentración del mercado en el sector bancario de la zona del euro**



Fuente: BCE.

Una preocupación importante es la de si una mayor concentración podría traducirse en una reducción de los préstamos a las pequeñas empresas, dado que la economía de la zona del euro descansa fuertemente en un vibrante sector de la pequeña y mediana empresa. De hecho, la evidencia empírica indica que apenas hay efectos negativos, porque se han desarrollado fuentes de financiación alternativas, porque los agentes intersectoriales se han incorporado al mercado o porque las fusiones y adquisiciones han mejorado la capacidad de las entidades para evaluar los riesgos potenciales de los prestatarios<sup>10</sup>.

Más importante, tal vez, es que la concentración podría afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria en caso de que provocara cambios en el comportamiento de los bancos o en el funcionamiento de los mercados financieros. La concentración transfronteriza y los mercados financieros más integrados, además de otros factores, podrían aumentar la velocidad y la capacidad de predecir del mecanismo de transmisión, lo que probablemente sería beneficioso tanto para la política monetaria como para los consumidores. No obstante, el proceso de concentración puede también dar lugar a un mayor riesgo de liquidez agregada e incrementar las necesidades totales de liquidez si el mercado interbancario deja de existir en favor de las reservas internas, lo que podría ocurrir si la financiación fuera muy costosa<sup>11</sup>. Además, si las entidades más grandes pudieran ejercer un mayor poder de mercado, los tipos de interés podrían llegar a ser más volátiles. Sin

embargo, en realidad, como la UEM y la introducción del euro han dado lugar a unos mercados de capitales y de dinero cada vez más integrados, los efectos del proceso de concentración sobre la competencia se ven mitigados por el mayor tamaño del mercado y el aumento del número de participantes. No obstante, habría que efectuar un estrecho seguimiento de la exposición a la competencia del sector financiero de la zona del euro.

## 2.2 COMPORTAMIENTO

En los diez últimos años, el comportamiento de las entidades de crédito de la zona del euro ha resistido diversas perturbaciones externas<sup>12</sup>, a pesar de que entidades de crédito concretas han tenido que hacer frente en ocasiones a situaciones adversas. En promedio, la rentabilidad de los recursos propios después de impuestos (ROE) del sector se ha mantenido bastante estabilizada y la dotación para insolvencias ha permanecido dentro de límites históricos. En cierta medida, la concentración ha contribuido a la capacidad de resistencia del sector bancario de la zona del euro, pues las entidades más débiles han sido adquiridas, generalmente, por rivales más fuertes y de mayor tamaño. En la zona del euro, las entidades de crédito de mayor tamaño parecen ser más eficientes en los costes y más rentables que las de menor tamaño. Por ejemplo, en el 2003, la ratio de eficiencia de las entidades de crédito grandes era del 66%, y del 69% en el caso de las entidades más pequeñas<sup>13</sup>; del mismo modo, el ROE representaba el 7,93% en las entidades de mayor tamaño, y sólo el 5,83% en las entidades de menor tamaño. Estas diferencias podrían suponer que, con el tiempo, la concentración podría contribuir a que el sistema financiero fuera más eficiente<sup>14</sup>.

10 Véase Bonaccorsi di Patti y Gobbi, «The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data», Banca d'Italia Working Paper n.º 479, junio del 2003.

11 Véase Carletti, Hartmann y Spagnolo, «Bank mergers, competition and liquidity», Working Paper del BCE n.º 292, noviembre del 2003.

12 Véase el artículo titulado «Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000», en el Boletín Mensual de julio del 2004.

13 Véase el documento del BCE titulado «Financial Stability Review», diciembre del 2004.

14 Véase Altunbas y Marqués Ibáñez, «Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities», Working Paper del BCE n.º 398, octubre del 2004. Los autores llegaron a la conclusión de que, en promedio, las fusiones bancarias en la UE tuvieron como consecuencia una mejora de los rendimientos del capital.

## Recuadro

## DIVERSIFICACIÓN DE RIESGOS EN LOS SECTORES BANCARIO Y DE SEGUROS

Un análisis de las correlaciones entre los índices bursátiles de los sectores bancario y de seguros de la zona del euro sugiere que la formación de conglomerados puede dar origen a algunas ventajas derivadas de la diversificación: correlaciones de los índices bursátiles sectoriales que varían en el tiempo revelan factores idiosincrásicos sustanciales en todos los sectores (véase gráfico A). En el gráfico A se representa la correlación entre la rentabilidad de los índices bursátiles de los sectores bancario y de seguros de la zona del euro, calculada para un período móvil de tres meses, denominada correlación completa. En el gráfico se muestra también una correlación ajustada, que filtra el impacto de los movimientos que afectan al mercado. Mientras que la correlación sin ajustar es muy elevada, la correlación ajustada es mucho menor y a menudo se próxima a cero. Así pues, ambos sectores parecen estar muy influidos por los movimientos del mercado, pero no tanto por la evolución del otro sector.

Además, se estiman betas variables en el tiempo, que miden la sensibilidad de las rentabilidades de los sectores bancario y de seguros a cambios en la rentabilidad del mercado (véase gráfico B), poniéndose de manifiesto un alto grado de uniformidad en la reacción de estos sectores a cambios en el mercado. Sin embargo, las sensibilidades no son exactamente de la misma magnitud, lo que sugiere reacciones ligeramente diferentes a este tipo de movimientos<sup>1</sup>.

Gráfico A Correlación entre los índices bursátiles de los sectores bancarios y de seguros de la zona del euro

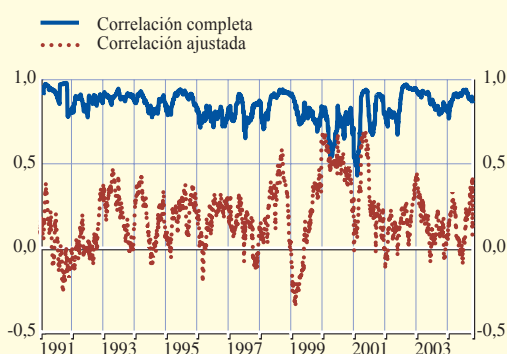
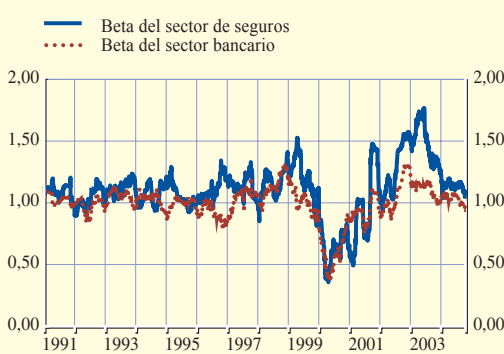


Gráfico B Betas de los índices bursátiles de los sectores bancarios y de seguros de la zona del euro



Fuentes: Datastream (enero de 1990 a agosto del 2004) y cálculos del BCE.

Otra manera de evaluar las posibles ventajas de la diversificación es mediante la ratio de Sharpe —la forma habitual de medir la relación entre riesgo y rentabilidad—. Las simulaciones con diferentes ponderaciones de los índices bursátiles de los sectores bancario y de seguros presentan ratios de Sharpe más favorables para las líneas de negocio conjuntas que para los sectores por separado. La rentabilidad más elevada por unidad de riesgo durante el período 1990-2004 se logra cuando se combinan las actividades bancarias y de seguro no vida. Pese a lo anterior, el sector bancario parece haber podido resistir mejor el deterioro del valor de las acciones que cualquier combinación simulada entre los años 2000 y 2002, un período de atonía en el mercado de renta variable. No obstante, la creación de valor para el accionista se debe evaluar en el largo plazo, desestimando retrocesos breves y transitorios en el comportamiento

<sup>1</sup> En términos estadísticos, las betas de los dos sectores son significativamente diferentes al nivel del 1%.



La concentración intersectorial, especialmente la *bancassurance*, parece que mejora el comportamiento financiero —medido por el ROE—, en comparación con el sector bancario de la zona del euro. Si bien algunos estudios encontraron evidencia de un «descuento por conglomerado» —es decir, una situación en la que los conglomerados financieros tuvieron un peor comportamiento que las entidades de crédito y las empresas de seguros y de valores individuales—, algunos estudios más recientes sugieren que ello podría deberse a una cuestión estadística<sup>15</sup>.

Los estudios empíricos muestran que la *bancassurance* puede contribuir también a diversificar los riesgos relacionados con los ingresos<sup>16</sup>. En el recuadro siguiente se presentan algunos argumentos en el mismo sentido. Además, también se está produciendo en el sector bancario una diversificación de las fuentes de ingresos: en 1997, los ingresos no procedentes de intereses representaban el 33% de los ingresos totales; en el 2003, suponían más del 40%<sup>17</sup>.

### 2.3 POSIBLES IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Al evaluar los posibles efectos del proceso de concentración y de la creación de conglomerados financieros sobre la estabilidad general del sistema financiero, se han de considerar dos aspectos principales:

- el impacto en el perfil de riesgo de las propias entidades, y
- el impacto en el perfil de riesgo del sector financiero en su conjunto.

La concentración sectorial e intersectorial afecta tanto positiva como negativamente al perfil de riesgo de las entidades individuales. Por los motivos que se esbozaron anteriormente en relación con su comportamiento, las entidades grandes y diversificadas parecen poder absorber las perturbaciones no sistémicas más fácilmente. Los riesgos o pérdidas en una línea de negocios tienden a compensarse con las ganancias en otras áreas de negocios no relacionadas. Por lo tanto, una mayor concentración —que puede que refleje, aunque no necesariamente, un entorno menos competitivo— puede ir aparejada a un menor nivel de riesgo de las entidades

individuales<sup>18</sup>. Sin embargo, la conglomeración puede plantear problemas específicos: en particular, las estructuras de grupo complejas pueden ser más difíciles de gestionar, ser menos transparentes y estar más expuestas a conflictos de intereses y al arbitraje regulatorio. El efecto general es difícil de calcular, porque resulta una tarea difícil agregar estos riesgos, aunque, en teoría, la unión de actividades financieras diferentes en una sola entidad puede permitir economías de alcance en la gestión de riesgos.

El efecto de la concentración sobre el perfil de riesgos del sistema financiero en su conjunto, es decir, el riesgo sistémico, depende esencialmente de si la diversificación de riesgos es más eficaz a través de entidades de crédito de gran tamaño y conglomerados que de entidades más pequeñas. Resulta evidente que la importancia sistémica de una entidad o de un conglomerado aumenta con el tamaño y afecta a todos los mercados, más allá de las fronteras geográficas; y también que las entidades de gran tamaño o conglomerados son más resistentes a las perturbaciones (idiosincrásicas) específicas de un sector o actividad conforme crecen su tamaño y su ámbito de actividad. Ello se debe a la materialización de las ventajas de la diversificación derivadas del crecimiento. Sin embargo, en caso de quiebra de una institución financiera, el impacto podría ser de mayor magnitud y alcance geográfico, y afectar a más líneas de negocio. Por lo tanto, el sector financiero en su conjunto podría llegar a estar menos diversificado a medida que los conglomerados financieros diversifican sus líneas de negocio y se asemejan más en lo que se refiere a su exposición al riesgo<sup>19</sup>.

15 Para un resumen de los estudios más recientes, véase la sección sobre «Financial Conglomerates», en la Financial Stability Review del National Bank of Belgium, 2002.

16 Véase Genetay y Molyneux, «Bancassurance», Macmillan Press, Londres, 1998, para una panorámica de los estudios realizados en esta área. Oliver, Wyman y Company, en «Study on the risk profile and capital adequacy of financial conglomerates», febrero del 2001, proporcionan una estimación de las ventajas de la diversificación entre entidades de crédito y empresas de seguros, que supone una reducción de los requisitos de capital que oscila entre un 5% y un 10%, dependiendo de la combinación de actividades.

17 La diversificación también tiende a incrementar los ingresos. Esta idea se ve respaldada por una correlación positiva y significativa (0,60) entre ingresos no procedentes de intereses en porcentaje de los ingresos totales y el ROE durante el período 1997-2003 en el sector bancario de la zona del euro.

18 Véase Bikker y Wesseling, «Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe», De Nederlandsche Bank Occasional Paper n.º 3, (2003).

19 Véase la sección VII del 73 Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, Basilea, 30 de junio de 2003.

Un ejemplo extremo sirve para ilustrar este punto. Si una única empresa proporciona servicios financieros a diferentes sectores, su gestión de riesgos pasa a ser realmente la de la industria en su conjunto —con todos sus fallos y sus virtudes—. Si una perturbación suficientemente importante afecta a este importante grupo financiero y lo hace quebrar, esta quiebra se convierte efectivamente en un problema sistémico. No queda claro, sin embargo, si la misma perturbación hubiera tenido el mismo efecto en un sistema con entidades más pequeñas y más diversas. Hasta cierto punto, estos problemas sistémicos podrían evitarse si el menor número de entidades de mayor tamaño facilitase a los supervisores o a las entidades de contrapartida la tarea de realizar un seguimiento de los riesgos<sup>20</sup>.

No hay, por tanto, una respuesta clara sobre los efectos que los grandes grupos financieros tienen en la estabilidad financiera<sup>21</sup>. La existencia de adecuados sistemas internos de control y gestión de riesgos y de una supervisión pública eficaz desempeña un importante papel a este respecto.

### 3 CONCLUSIÓN

La concentración en el sector financiero —al fomentar las fusiones y adquisiciones y reducir

el número de entidades de crédito— ha sido un importante factor determinante del cambio estructural en el sector bancario de la zona del euro durante las últimas décadas. Parece que el proceso de concentración va a continuar, especialmente porque la integración financiera puede dar lugar a un mayor número de operaciones de fusiones y adquisiciones, en el que participen los principales bancos que desean establecer una red de distribución paneuropea.

En cierta medida, la concentración ha adoptado la forma de conglomeración financiera. El principal factor impulsor de la conglomeración ha sido el reconocimiento de sinergias en los ingresos y de similitudes en las estrategias competitivas. *Bancassurance* ha sido uno de los tipos de conglomerados más habituales en el sector bancario de la zona del euro.

Tanto la concentración como la diversificación intersectorial son importantes impulsores del cambio en el panorama financiero de la zona del euro. Aunque es probable que este proceso mejore la eficiencia global del sistema financiero, es preciso efectuar un estrecho seguimiento de las eventuales implicaciones para la estabilidad financiera.

20 Véase Berger, Demsetz y Strahan, «The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future», *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, 1999.

21 La concentración puede dar lugar también a determinadas preguntas sobre si algunas instituciones han llegado a ser «demasiado grandes para quebrar», y, por lo tanto, si su quiebra podría afectar a todo el sistema financiero.

# EVOLUCIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

## ARTÍCULOS

Evolución  
del gobierno  
corporativo

*En los últimos años se han producido importantes cambios normativos en el gobierno corporativo. En la UE, en Estados Unidos y a escala internacional se han adoptado diversas iniciativas con el fin de consolidar las leyes, las normas y los principios del gobierno corporativo. El objetivo de este artículo es realizar una valoración de estas medidas y presentar una panorámica general de la evolución del gobierno corporativo.*

*El artículo comienza con un análisis de los motivos de la reciente adopción de iniciativas relacionadas con el gobierno corporativo, centrándose, en particular, en el impacto de los escándalos financieros acaecidos hace poco tiempo, de los cambios estructurales, de la globalización y de la innovación en los mercados financieros, así como en las implicaciones económicas y financieras más amplias del gobierno corporativo. A continuación se describen los principales elementos del gobierno corporativo, dedicando especial atención a los tres pilares del mismo, que se refuerzan mutuamente, el gobierno corporativo interno, el gobierno corporativo externo y la transparencia, así como a la importancia de seleccionar los instrumentos de regulación adecuados. En este contexto se analizan las principales medidas adoptadas en la UE, en Estados Unidos y a escala internacional para mejorar el gobierno corporativo. El artículo concluye con una valoración de los retos que el gobierno corporativo deberá afrontar en el futuro.*

## I CAUSAS DE LA CRECIENTE IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Parte de los esfuerzos por consolidar el gobierno corporativo han sido consecuencia de la serie de escándalos financieros que se han producido en los últimos años, como los de Enron (2001), World-Com (2002) y Parmalat (2003) (véase recuadro 1). Aunque no existen sistemas de gobierno corporativo que erradiquen totalmente el fraude empresarial, existen claras señales de que los controles no funcionaron suficientemente bien en estos casos. A las deficiencias resultantes de una supervisión inadecuada por parte de los consejos de administración de las empresas, de unos mecanismos insuficientes de control de la gestión por parte de los accionistas, de unos procesos incorrectos de auditoría interna y de gestión del riesgo, así como de la falta de información y de transparencia, hubo que añadir una auditoría externa ineficiente. Estas deficiencias pasaron desapercibidas a buena parte de los analistas financieros, de las empresas de servicios de inversión y de las agencias de calificación crediticia, lo que dificultó que el deterioro de la situación financiera de las empresas se detectara en una fase temprana. En consecuencia, el falseamiento de la verdadera situación económica y financiera de estas empresas por parte de sus directivos no se dio a conocer hasta que estas empresas estaban ya al borde de la quiebra.

La creciente importancia política de las cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo ha de considerarse también en el contexto de los cambios estructurales observados en el sistema financiero, sobre todo de la mayor relevancia que está cobrando en la UE el papel de la financiación de mercado. Aunque, tradicionalmente, el sistema financiero estadounidense se ha basado en el mercado, en la UE, la financiación de las empresas mediante la emisión de acciones y bonos ha adquirido mayor importancia en los últimos años<sup>1</sup>. Como consecuencia de ello, un grupo más amplio de partes interesadas, además de los acreedores y de los empleados de las empresas, ha empezado a interesarse por el gobierno corporativo. Esto no sólo se aplica a los accionistas, sino también a un número creciente de pequeños inversores. Cada vez con más frecuencia, los inversores institucionales, como los fondos de inversión, y, como consecuencia de las recientes reformas, los planes de pensiones privados están canalizando el ahorro a través de los mercados financieros. Dada su mayor implicación en la financiación empresarial, las fuerzas de mercado necesitan aumentar su función disciplinaria en las empresas.

Como consecuencia de las mayores implicaciones económicas y financieras del gobierno corporativo,

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003.

## PRINCIPALES ESCÁNDALOS FINANCIEROS DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

Empresa	Origen del escándalo
<b>Parmalat (2003)</b> <i>Multinacional de alimentación y productos lácteos, con sede en Italia</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En noviembre del 2003, Parmalat no reembolsó bonos valorados en 150 millones de euros, a pesar de que, aparentemente, en su balance figuraban importes elevados de efectivo y de activos líquidos.</li> <li>• El 19 de diciembre de 2003, Bank of America afirmó que un documento en el que presuntamente figuraba una cuenta con cuantiosos fondos de una filial de Parmalat en Bank of America era falso. En consecuencia, en las cuentas de Parmalat se produjo un agujero de 3,95 mm de euros.</li> <li>• El 27 de diciembre de 2003 se declaró la suspensión de pagos de Parmalat.</li> <li>• En enero del 2004, los nuevos administradores de Parmalat admitieron que las deudas de la empresa ascendían a más de 14 mm de euros, casi ocho veces más de lo anunciado anteriormente.</li> </ul>
<b>Ahold (2003)</b> <i>Tercer grupo mundial de distribución alimentaria, con sede en los Países Bajos</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En el 2002 y el 2003 se acrecentaron las dudas sobre la fiabilidad de los estados financieros de Ahold.</li> <li>• En febrero del 2003, Ahold admitió que había exagerado los beneficios correspondientes al 2001 y al 2002 en al menos 463 millones de euros, lo que provocó una caída inmediata del 63% del precio de las acciones.</li> <li>• Entre finales del 2001 y febrero del 2003, Ahold perdió el 90% de su valor de mercado.</li> </ul>
<b>WorldCom (2002)</b> <i>Empresa estadounidense de telecomunicaciones, principal proveedor mundial de servicios de Internet y de comercio electrónico</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En junio del 2002, WorldCom admitió que había manipulado considerablemente sus cuentas, principalmente declarando erróneamente costes como gastos de capital. Si se considera el período a partir del 2001, 3,8 mm de dólares de supuestos beneficios debían haberse declarado como pérdidas.</li> <li>• WorldCom instó la declaración judicial de quiebra más importante de la historia de Estados Unidos, en julio del 2002.</li> </ul>
<b>Vivendi Universal (2002)</b> <i>Segundo grupo mundial de medios de comunicación, con sede en Francia</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En la primavera del 2002, Vivendi informó de niveles de endeudamiento inesperadamente elevados (19,1 mm de euros al final del 2001), y de pérdidas (12,6 mm de euros en el 2001 y 12,3 mm de euros en el primer semestre del 2002).</li> <li>• Los mercados descubrieron que el uso de prácticas contables poco claras por parte de Vivendi les había inducido a error.</li> <li>• El precio de las acciones de Vivendi cayó de 141 euros en marzo del 2000 a 30 euros en junio del 2002, dejando a Vivendi próxima al colapso.</li> </ul>

**Enron (2001)**

*Séptima empresa de Estados Unidos, dedicada a la distribución de energía*

- En octubre del 2001, Enron declaró que había amortizado inversiones fallidas por importe de 1 mm de dólares y efectuó una reducción del capital social por importe de 1,2 mm de dólares; las autoridades estadounidenses iniciaron una investigación sobre la empresa.
- En noviembre del 2001 Enron regularizó sus estados financieros correspondientes al período comprendido entre 1997 y 2001, para contabilizar casi 600 millones de dólares de pérdidas, que había ocultado en complejas operaciones financieras. Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda de Enron al nivel de los bonos basura.
- Enron instó la declaración judicial de quiebra en diciembre del 2001.

desde una perspectiva macroeconómica más amplia, la necesidad de disponer de un mecanismo eficaz de control en este ámbito también ha adquirido mayor importancia. Un gobierno corporativo sólido proporciona incentivos para una asignación eficiente de los recursos, favoreciendo con ello el crecimiento económico. También contribuye a la estabilidad financiera, ya que los incentivos para una asignación eficiente de los recursos reducen el riesgo de que se generen desequilibrios financieros importantes. Por otra parte, las deficiencias en el gobierno corporativo podrían suponer una amenaza para la estabilidad financiera, mermando la confianza del mercado en su conjunto. El interés del BCE por establecer un marco adecuado de gobierno corporativo tiene su origen en el posible impacto que estas deficiencias pueden causar en la estabilidad financiera<sup>2</sup>.

Por último, los cambios en las estructuras y prácticas empresariales resultantes de la globalización y de la innovación financiera requerían modificaciones en el marco vigente de gobierno corporativo. Por ejemplo, debido a la creciente complejidad de las operaciones financieras de las empresas, como consecuencia del uso de derivados y de la titulación de activos, las normas contables existentes ya no eran suficientes para informar adecuadamente a los inversores sobre los resultados y los perfiles de riesgo de las empresas. De igual modo, la existencia de complejas estructuras societarias basadas en entidades de propósito especial y con presencia en varias jurisdicciones, incluidos centros extraterritoriales, crearon la necesidad de mejorar los procesos internos de gestión de riesgos y aumentar la transparencia.

## 2 ELEMENTOS PRINCIPALES DEL GOBIERNO CORPORATIVO

### FUNDAMENTOS BÁSICOS

La razón fundamental de la existencia del gobierno corporativo es la separación entre la propiedad y el control en las sociedades cotizadas. Es posible que los intereses de los directivos y de los propietarios no coincidan totalmente, ya que los directivos no asumen todos los costes ni cosechan todos los beneficios de sus actos. En consecuencia, existe siempre el riesgo de que se planteen problemas de agente-principal, esto es, de que los actos y las decisiones de los agentes (los directivos) no velen suficientemente por los intereses de los principales (los propietarios). El gobierno corporativo trata de abordar este problema estableciendo un sistema de control interno y externo de la conducta empresarial. Un marco eficaz de gobierno corporativo se basa en tres pilares principales: el gobierno corporativo interno, el gobierno corporativo externo y la transparencia.

### LOS TRES PILARES

#### EL GOBIERNO CORPORATIVO INTERNO

El gobierno corporativo interno se refiere a los mecanismos que permiten a los accionistas controlar la gestión de la empresa. Entre ellos se incluye la adecuada organización del consejo de

<sup>2</sup> De conformidad con el apartado 5 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la estabilidad del sistema financiero.

administración, la existencia de mecanismos eficaces para que los accionistas ejerciten sus derechos, y un sistema de auditoría interna bien desarrollado. En cuanto al papel del consejo, un órgano independiente dentro de éste debe fomentar y vigilar la competencia y la eficiencia de la dirección. En función del marco jurídico de la empresa, la división funcional entre la dirección y el control puede efectuarse de diversas maneras. En un sistema de administración de dos niveles, el consejo de administración es responsable del funcionamiento diario de la empresa, mientras que el papel del órgano de supervisión consiste en nombrar, supervisar y destituir a los miembros del consejo. A este respecto, el órgano supervisor puede contar con la colaboración de comités específicos, como comités de nombramientos, de retribuciones y de auditoría. En un sistema de administración de un nivel, la distinción entre consejeros ejecutivos y externos o no ejecutivos en el consejo constituye el principal instrumento de control interno, tarea que recae en estos últimos. Los cargos de presidente del consejo de administración y consejero delegado también pueden estar separados. Para garantizar que los accionistas pueden ejercitar sus derechos adecuadamente, es indispensable asegurar un acceso adecuado a toda la información relevante, así como disponer de mecanismos eficaces que faciliten la comunicación y la toma de decisiones de éstos. Por último, los procesos y mecanismos de control interno deben examinarse detalladamente, una labor que corresponde al departamento de auditoría interna. A diferencia de la auditoría externa, la auditoría interna no tiene una función y un mandato establecidos por ley, lo que significa que la dirección debe definir sus responsabilidades y proporcionarle las herramientas apropiadas.

#### **EL GOBIERNO CORPORATIVO EXTERNO**

El gobierno corporativo externo está relacionado con la función de control que llevan a cabo los mercados financieros. Los mercados primarios forman parte de los mecanismos de control del gobierno corporativo porque facilitan acceso directo a la financiación empresarial. Es posible que los participantes en el mercado se muestren reacios a invertir en nuevas acciones y bonos de empresas con deficiencias en el gobierno corporativo. Los folletos

que publican las empresas cuando van a efectuar una emisión son claves para proporcionar información a este respecto a posibles inversores. La aportación de información adecuada a los inversores también es importante en los mercados secundarios, principalmente en el contexto de los folletos de los instrumentos financieros admitidos a negociación. Por otra parte, los intermediarios financieros y los reputacionales<sup>3</sup> realizan una importante contribución al gobierno corporativo. Dado que su función consiste en evaluar y fijar el precio de los instrumentos financieros, pueden advertir a los inversores de las empresas con mecanismos internos de control dudosos y ayudar a sacar a la luz las deficiencias en el gobierno corporativo interno en una fase temprana. Para garantizar que estos «guardametas» realicen bien su trabajo, es importante contar con un conjunto de normas metodológicas adecuadas sobre la prevención y la gestión de conflictos de intereses. Los mercados en los que se lleva a cabo el control corporativo, es decir, los de las fusiones y las ofertas públicas de adquisición, recompensan la buena gestión y penalizan la deficiente, y de esta forma promueven el buen gobierno corporativo. El mercado de adquisiciones es especialmente importante en este contexto, ya que, a diferencia de las fusiones, no requieren la autorización de la dirección. Por consiguiente, un requisito previo para que el mercado de control corporativo funcione correctamente es disponer de un marco adecuado para las operaciones de adquisición.

#### **LA TRANSPARENCIA**

La transparencia constituye el vínculo entre el gobierno corporativo interno y el externo. A este respecto, es fundamental disponer de normas contables adecuadas. Además, un sistema efectivo de auditoría externa desempeña un papel crucial, dada la obligación legal del auditor externo de verificar que todos los informes financieros se pre-

<sup>3</sup> Esta expresión se refiere a los agentes del mercado, como los analistas financieros, los bancos de inversión y las agencias de calificación crediticia, que facilitan información sobre la situación financiera y las perspectivas de las empresas sobre la base de su reputación como terceras partes independientes. Estos intermediarios proporcionan un importante servicio a las empresas y a otras partes interesadas, ya que «prestan» su reputación a las empresas, al tiempo que actúan como «supervisores por delegación» de los participantes en el mercado, y contribuyen a solucionar problemas de acción colectiva de accionistas, inversores y otros participantes muy dispersos.

paran de conformidad con la normativa contable vigente. Por ello, la competencia y la independencia de los auditores externos y la implantación de mecanismos para prevenir o gestionar conflictos de interés son esenciales.

El sistema de gobierno corporativo no está aislado, sino que depende del marco jurídico y normativo más amplio de cada país. Las normas sobre gobierno corporativo interno y el mercado de control corporativo han de considerarse en el contexto del derecho de sociedades, más amplio, mientras que las disposiciones dirigidas a los mercados primarios y secundarios y la transparencia forman parte del marco regulador general de los mercados de valores. El funcionamiento eficaz del gobierno corporativo también depende de la existencia de un mecanismo apropiado para realizar un seguimiento de su funcionamiento y asegurar el cumplimiento de las normas.

#### LA ELECCIÓN DE INSTRUMENTOS DE REGULACIÓN

El gobierno corporativo trata de promover la eficiencia y la integridad de las empresas. Por tanto, es esencial seleccionar los instrumentos de regulación, adecuados. Aunque las disposiciones legales sobre gobierno corporativo han de asegurar una protección adecuada de los intereses de los accionistas y de otras partes interesadas, no deben ser indebidamente onerosas, ni tampoco reducir la flexibilidad y la competitividad empresariales. Por consiguiente, es importante alcanzar un equilibrio entre estas dos consideraciones.

Pueden utilizarse diversos instrumentos de regulación, que abarcan desde soluciones plenamente de mercado hasta la autorregulación controlada, la regulación pública basada en principios y normas jurídicas detalladas. La identificación de los instrumentos adecuados requiere un análisis detallado de la esfera de actividad. Por ejemplo, en el área de la auditoría externa, los recientes escándalos financieros han hecho que muchos observadores consideren que ya no basta con confiar en la autorregulación de la profesión. Por ello, en gran parte como resultado de estas preocupaciones, en Estados Unidos se ha introducido la supervisión pública de los auditores, y en la UE está en vías de establecerse. De igual modo, tanto en la UE como

en Estados Unidos, se considera que son necesarias una mayor transparencia y exigencias más rigurosas de divulgación de la información para facilitar el control de las empresas. En consecuencia, se ha adoptado o se está elaborando legislación detallada sobre este tema. No obstante, en lo que respecta al papel de los intermediarios reputacionales, se estima necesaria una mayor flexibilidad en la regulación, con el fin de reducir al mínimo los efectos potencialmente restrictivos de las nuevas normas. La UE y Estados Unidos también han aumentado sus exigencias legales a este respecto, sobre todo en lo que se refiere a la necesidad de evitar o gestionar conflictos de intereses, pero adoptando un enfoque menos detallado y más basado en principios generales.

La elección de los instrumentos de regulación también depende del entorno político e institucional general. Por ejemplo, foros internacionales como la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés) están integrados por muchos miembros muy heterogéneos. Estos foros se basan en un sistema de cooperación «flexible», en la que las decisiones se toman por consenso y se aplican de manera voluntaria. Por tanto, las disposiciones sobre gobierno corporativo que elaboran estas instituciones adoptan la forma de principios, más que de normas concretas. De este modo, hay margen suficiente para implantar estas disposiciones de manera acorde con los diferentes marcos jurídicos e institucionales de los distintos países. Por el contrario, el marco de gobierno corporativo de la UE debe tener una infraestructura adecuada para sostener el mercado único, lo que exige un mayor grado de convergencia normativa. No obstante, incluso en la UE, el nivel adecuado de armonización normativa no es el mismo en los diferentes ámbitos políticos. En particular, una armonización plena de las disposiciones sobre gobierno corporativo interno no sería factible ni aconsejable a la vista de las sustanciales diferencias en los marcos jurídicos de los Estados miembros. En cambio, la consecución de un grado elevado de convergencia en el gobierno corporativo externo, así como en las exigencias de transparencia, se reconoce como un elemento

esencial para respaldar jurídicamente el mercado único financiero.

### 3 MEDIDAS RECIENTES PARA REFORZAR EL GOBIERNO CORPORATIVO

En los últimos años, se han adoptado varias iniciativas importantes para mejorar el gobierno corporativo. En las secciones siguientes se proporciona una breve descripción de las medidas adoptadas en la UE<sup>4</sup>, en Estados Unidos y a escala internacional.

#### 3.1 INICIATIVAS DE LA UE

##### PLAN DE ACCIÓN PARA LOS SERVICIOS FINANCIEROS

El Plan de acción para los servicios financieros (PASF), adoptado en 1999<sup>5</sup>, representó una reforma radical del régimen aplicable a los servicios financieros, con el fin de promover el desarrollo de un mercado financiero verdaderamente integrado, centrándose, en particular, en la regulación de los mercados de valores. Las medidas del PASF afectan al gobierno corporativo externo y a la transparencia.

En el ámbito del gobierno corporativo externo, la nueva Directiva sobre folletos<sup>6</sup> estandariza las exigencias de información inicial de los emisores, y con ello refuerza el funcionamiento de los mercados primarios. En cuanto a los mercados secundarios, dos nuevas directivas consolidan el papel de los intermediarios financieros y el de los reputacionales: la Directiva sobre abuso del mercado<sup>7</sup>, entre otras, exige la presentación imparcial de recomendaciones de inversión y la divulgación de intereses y conflictos de interés al público, mientras que la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros<sup>8</sup> introduce normas de conducta empresarial más estrictas y exigencias para abordar conflictos de interés. Además, el PASF incluyó la decimotercera Directiva sobre derecho de sociedades relativa a ofertas públicas de adquisición<sup>9</sup>, que constituye una medida importante para mejorar el funcionamiento de los mercados de control corporativo.

En el ámbito de la transparencia, un nuevo Reglamento<sup>10</sup> exige a todas las sociedades cotizadas que

preparen sus estados financieros consolidados de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad a partir del 2005, mientras que la Directiva sobre transparencia<sup>11</sup> endurece considerablemente las exigencias de información periódica para los emisores.

##### PLAN DE ACCIÓN SOBRE DERECHO DE SOCIEDADES Y GOBIERNO CORPORATIVO

Otro hito en la consolidación del gobierno corporativo en la UE fue el Plan de acción sobre derecho de sociedades y gobierno corporativo de la Comisión Europea, que se publicó en mayo de 2003<sup>12</sup>. El Plan de acción seguía atentamente las recomendaciones del informe del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades establecido por la Comisión<sup>13</sup>, e incluía una detallada agenda para modernizar el marco normativo del derecho de sociedades de la UE, a la vista de la creciente integración y complejidad de los merca-

- 4 Varios Estados miembros y la Comisión Europea han adoptado medidas reguladoras para mejorar el gobierno corporativo en la UE. En este artículo sólo se abordan las iniciativas adoptadas en el ámbito comunitario.
- 5 Comunicación de la Comisión de 11 de mayo de 1999, titulada «Aplicación del marco para los servicios financieros: plan de acción» [COM (1999) 232].
- 6 Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión de cotización de valores, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 345, 31.12.2003, p. 64).
- 7 Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO L 96, 12.4.2003, p. 16).
- 8 Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, y Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo (DO L 145, 30.4.2004, p. 1).
- 9 Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (DO L 142, 30.4.2004, p. 12).
- 10 Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DO L 243, 11.9.2002, p. 1).
- 11 Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (DO L 390, 31.12.2004, p. 38).
- 12 Comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003, titulada «Modernización del derecho de sociedades y mejora del gobierno corporativo en la Unión Europea – un plan para avanzar» [COM (2003) 284 final].
- 13 Informe del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades sobre un marco normativo moderno para el derecho de sociedades en Europa, de 4 de noviembre de 2002.



dos financieros y las nuevas circunstancias de los mercados, así como mejorar el gobierno corporativo interno, en respuesta a las lecciones extraídas de los recientes escándalos financieros. Más concretamente, el Plan de acción presenta cuatro áreas de trabajo en el ámbito del gobierno corporativo interno, en particular la necesidad de:

- i. mejorar el funcionamiento de los consejos de administración de las empresas, fortaleciendo, entre otras cosas, las funciones de los consejeros externos (o supervisores), estableciendo normas mínimas en lo que respecta a la retribución de los consejeros, y estableciendo la responsabilidad colectiva de los miembros del consejo en relación con los estados financieros;
- ii. conceder mayor importancia al papel de los accionistas, mejorando el acceso a la información relevante y facilitando el ejercicio de sus derechos, sobre todo en un contexto transfronterizo;
- iii. mejorar la divulgación de información sobre el gobierno corporativo de la sociedad; y
- iv. promover la convergencia del gobierno corporativo nacional hacia las mejores prácticas, mediante la creación de un Foro europeo de gobierno corporativo.

Como continuación del Plan de acción, la Comisión tomó una serie de iniciativas en octubre del 2004, adoptando una Recomendación sobre la retribución de los miembros del consejo<sup>14</sup>, una Recomendación sobre los consejeros independientes<sup>15</sup>, así como una propuesta para revisar las Directivas contables de la UE vigentes<sup>16</sup>, que asignará al consejo la responsabilidad colectiva en relación con los estados financieros, establecerá mayor transparencia en las operaciones fuera de balance y en las transacciones con grupos relacionados, y exigirá la publicación de un informe anual de gobierno corporativo a todas las sociedades cotizadas. Además, la Comisión estableció el Foro europeo de gobierno corporativo, integrado por 15 expertos en este tema y presidido por la Comisión<sup>17</sup>.

#### COMUNICACIÓN SOBRE REFUERZO DE LA AUDITORÍA LEGAL

La Comunicación de la Comisión sobre refuerzo de la auditoría legal, publicada en mayo del 2003<sup>18</sup>,

fue una iniciativa concebida específicamente para reforzar la función de la auditoría externa en la UE. La propuesta más importante de la Comunicación consistía en actualizar y ampliar sustancialmente el ámbito de la octava Directiva sobre derecho de sociedades, estableciendo, entre otras cosas, nuevos requisitos de independencia de los auditores, el aseguramiento de la calidad externa y sanciones disciplinarias, y exigiendo la aplicación de Normas Internacionales de Auditoría (NIA) a partir del 2005. La Comunicación también disponía la introducción de la supervisión pública de los auditores, que será realizada por un nuevo comité regulador de auditoría, formado por representantes de todos los Estados miembros. La Comisión presentó su propuesta de nueva Directiva sobre auditoría legal en marzo del 2004<sup>19</sup>, y actualmente está siendo debatida en el Consejo de la UE y en el Parlamento Europeo.

#### MEDIDAS IMPLANTADAS TRAS EL CASO PARMALAT

La declaración de suspensión de pagos del grupo Parmalat en diciembre del 2003 constituyó el final del escándalo financiero más importante de la UE (véase recuadro 2). Antes de esta crisis ya se habían promovido varias iniciativas importantes para reforzar el gobierno corporativo en la UE, aunque todavía no se habían adoptado ni implantado, y algunas se modificaron ligeramente tras este suceso, con el fin de incorporar las lecciones aprendidas. Por ejemplo, la Comisión, en su propuesta de nueva Directiva sobre auditoría legal, introdujo el principio de que el auditor principal asuma la responsabilidad

14 Recomendación de la Comisión de 14 de diciembre de 2004, sobre la promoción de un régimen adecuado de retribución de los administradores de sociedades cotizadas (2004/913/CE).

15 Recomendación de la Comisión de 15 de febrero de 2005, sobre el papel de los consejeros externos o supervisores de las sociedades cotizadas y sobre los comités del consejo (de supervisión) (2005/162/CE).

16 Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo, relativas a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad y a las cuentas consolidadas [COM(2004) 725].

17 La Comisión anunció la creación del Foro el 18 de octubre de 2004. Su función principal consistirá en identificar las mejores prácticas de gobierno corporativo en los Estados miembros y asesorar a la Comisión. No obstante, carecerá de atribuciones consultivas respecto de cuestiones de regulación.

18 Comunicación de la Comisión de 21 de mayo de 2003, titulada «Refuerzo de la auditoría legal en la UE» [COM(2003) 286].

19 Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE [COM(2004) 177].

## Recuadro 2

### FRACASO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN PARMALAT

Aunque el caso Parmalat fue, principalmente, un clásico ejemplo de fraude contable, también sacó a la luz graves deficiencias en materia de gobierno corporativo:

- En el ámbito del *gobierno corporativo interno*, los principales problemas fueron consecuencia de una protección insuficiente de los intereses de los accionistas minoritarios y de otras partes interesadas en la empresa, de propiedad en su mayor parte familiar, de la falta de consejeros supervisores realmente independientes y de la inexistencia de un departamento de auditoría interna eficaz.
- En lo que se refiere al *gobierno corporativo externo*, se suscitaron dudas respecto de si los auditores externos actuaron correctamente en cuanto a la vigilancia y el control de los directivos de Parmalat. El hecho de que dos empresas de auditoría compartieran las respectivas responsabilidades se ha identificado como una grave deficiencia de los mecanismos de auditoría, ya que impidió que se tuviera una imagen general clara del grupo en su conjunto. A la vista de algunas señales tempranas de alerta sobre la verdadera situación financiera del grupo (esto es, el hecho de que la empresa continuara endeudándose a pesar de que, aparentemente, disponía de elevados volúmenes de efectivo y activos líquidos), también se ha argumentado que los intermediarios financieros y los reputacionales pueden no haber estado suficientemente atentos. Además, se han presentado demandas contra varios de los bancos de Parmalat a raíz de las acusaciones de que pueden haberse visto comprometidos por conflictos de interés al realizar operaciones para la empresa. No obstante, estas acusaciones han sido negadas por los bancos y siguen sin demostrarse.
- En cuanto a *la transparencia y la información*, un problema concreto de Parmalat fue la falta de transparencia en lo que respecta a las complejas estructuras societarias del grupo, sobre todo en lo que se refiere al uso de entidades de propósito especial extraterritoriales, que fueron uno de los factores que más contribuyeron a la opacidad de la estructura financiera de la empresa.

de todo el grupo, convirtió en obligatorios los comités de auditoría en las sociedades cotizadas y endureció las posibles sanciones. Además, de conformidad con la revisión propuesta de las Directivas contables de la UE, las empresas tendrán la obligación de proporcionar toda la información sobre la totalidad de las operaciones fuera de balance, incluidas las entidades de propósito especial.

En una Comunicación publicada en septiembre del 2004<sup>20</sup>, la Comisión afirmó que sus esfuerzos por mejorar el gobierno corporativo formaban parte de una estrategia de mayor alcance contra las prácticas empresariales y financieras irregulares tras los recientes escándalos. El objetivo general de esta estrategia es reforzar cuatro líneas básicas de defensa, los controles internos, terceros independientes (incluidos los auditores externos), la su-

pervisión y la vigilancia, y el cumplimiento de la ley. La Comunicación abarca diversas áreas políticas, entre las que se encuentran los servicios financieros, justicia y asuntos de interior, y política tributaria. No se han propuesto nuevas medidas en relación con los servicios financieros, ya que se considera que las disposiciones que se están elaborando son suficientes por el momento, y que los esfuerzos deben dirigirse a asegurar su aplicación puntual y su estricto cumplimiento.

### INICIATIVAS RELACIONADAS CON LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

A diferencia de otros intermediarios reputacionales, como las empresas de servicios de inversión y

20 Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la prevención y la lucha contra las prácticas irregulares empresariales y financieras [COM (2004) 611].

los analistas financieros, las agencias de calificación crediticia no están sujetas a normas de la UE. No obstante, en respuesta al escándalo Enron, en la reunión informal que el Consejo ECOFIN celebró en Oviedo en abril del 2002, la Comisión propuso examinar el papel de estas agencias en los mercados financieros, así como realizar una valoración respecto de si se debe considerar una intervención normativa en el ámbito de las calificaciones crediticias. Varios acontecimientos recientes sirvieron para dar nuevo impulso a esta propuesta, concretamente:

- el nuevo papel de las agencias de calificación crediticia como «instituciones externas de valoración del crédito» en el futuro marco revisado sobre adecuación del capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión<sup>21</sup>;
- la adopción de la Directiva sobre abuso del mercado y las medidas de implantación relacionadas en lo que respecta a conflictos de interés e información imparcial<sup>22</sup> (que se aplicará a los analistas financieros, pero no a las agencias de calificación); y
- el caso Parmalat, en el que las agencias de calificación no publicaron una advertencia a tiempo sobre el deterioro de la situación financiera de la empresa.

El Parlamento Europeo también se ocupó de esta cuestión, y en su resolución sobre el papel y los métodos utilizados por las agencias de calificación, adoptada el 10 de febrero de 2004, instó a la Comisión a abordar la necesidad de una acción de la UE sobre estas agencias y el alcance de dicha acción antes del 31 de julio de 2005<sup>23</sup>. En julio del 2004, la Comisión solicitó asesoramiento técnico al Comité de Reguladores Europeos de Valores (CREV) sobre posibles medidas reguladoras de la UE para las agencias de calificación crediticia para abril del 2005.

### 3.2 INICIATIVAS EN ESTADOS UNIDOS

#### LEY SARBANES-OXLEY

La Ley Sarbanes-Oxley, que entró en vigor en julio del 2002, constituyó una reforma en profundidad del marco de gobierno corporativo en Estados

Unidos. Esta nueva Ley se aplica a todas las empresas con más de 500 accionistas y a las sociedades cotizadas. La mayor parte de las disposiciones de esta Ley también son de obligado cumplimiento para todos los emisores extranjeros que informan a la Comisión del Mercado de Valores estadounidense (US Securities and Exchange Commission, SEC), así como a los auditores extranjeros que prestan servicios a esas empresas.

Una de las principales áreas en las que se centra la citada Ley es el gobierno corporativo interno. La Ley exige, entre otras cosas, que los máximos responsables ejecutivos y financieros certifiquen personalmente todos los informes trimestrales y anuales, introduce disposiciones legales más estrictas sobre rendición de cuentas en casos de fraude empresarial y financiero (incluido un endurecimiento sustancial de las sanciones), y establece normas de divulgación más detalladas en relación con los controles internos. Además, la Ley Sarbanes-Oxley prohíbe el uso de información privilegiada y la concesión de préstamos, y exige que las sociedades cotizadas dispongan de un comité interno independiente de auditoría. Otro aspecto reseñable de esta Ley es un régimen de auditoría legal sustancialmente mejorado. En particular, establece la creación de un Comité de vigilancia contable de sociedades cotizadas (PCAOB, en sus siglas en inglés), lo que supone pasar de un marco autorregulador de la auditoría externa a una supervisión externa llevada a cabo por un órgano independiente. En consecuencia, todas las asesorías contables que realizan auditorías de sociedades cotizadas estarán sujetas a los requerimientos de este Comité sobre calidad de las auditorías, inscripción en los correspondientes registros e inspecciones periódicas, así como posibles sanciones. La Ley también

21 Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundida), y Directiva del Consejo 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito [COM(2004) 486].

22 Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (DO L 339, 24.12.2004 p. 73).

23 La resolución se basó en el «Informe sobre la función y los métodos de las agencias de calificación crediticia», de 29 de enero de 2004, que había sido elaborado por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

incluye disposiciones que abordan los posibles conflictos de interés de los analistas financieros. Por último, amplía las normas vigentes acerca de la transparencia de los emisores, aumentando las exigencias de información acerca de operaciones fuera de balance, por ejemplo, y la obligación de que los emisores informen sobre cualquier cambio en su situación financiera y en las operaciones «de manera rápida y puntual».

Aunque algunas de las disposiciones de la Ley Sarbanes-Oxley entraron en vigor de manera inmediata, la mayor parte tuvo que someterse a un proceso de elaboración específico por parte de la SEC. Al margen de estas medidas de carácter legal, los dos principales operadores del mercado, la New York Stock Exchange (NYSE) y la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ), revisaron sus condiciones de admisión a cotización en respuesta a esta Ley.

### **INICIATIVAS RELACIONADAS CON LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIAS**

La Ley Sarbanes-Oxley invitaba a la SEC a analizar el papel de las agencias de calificación crediticia en Estados Unidos, centrándose en la importancia general de estas agencias para los mercados de valores, en los posibles obstáculos para desempeñar esta función de manera eficiente, en los impedimentos para acceder a este sector, y en los conflictos de interés potenciales. La SEC presentó su informe al Congreso estadounidense en enero del 2003. Posteriormente, en junio del 2003, publicó un cuestionario a efectos de consulta sobre diversas cuestiones relacionadas con las agencias de calificación crediticia, incluido el uso de estas calificaciones con fines de regulación y las posibles medidas de vigilancia<sup>24</sup>. Se invitó a los participantes en el mercado a dar su opinión sobre el cuestionario antes de finales de julio del 2003. La SEC aún no ha adoptado ninguna otra decisión sobre este tema.

### **3.3 INICIATIVAS INTERNACIONALES**

#### **ORGANIZACIÓN DE COOPERACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICOS**

En mayo de 1999, la OCDE publicó sus Principios de gobierno corporativo, que posteriormente fue-

ron adoptados por el Foro de Estabilidad Financiera como una de las doce normas clave para la estabilidad financiera internacional. En el 2002, la OCDE dio a conocer una valoración general de sus principios, como consecuencia de varios escándalos financieros, de las nuevas circunstancias y de los llamamientos para introducir nuevas medidas reguladoras en muchos países. Como resultado de este amplio proceso de revisión, en el que se realizó un balance de la evolución del gobierno corporativo en los países de la OCDE y una ronda de consultas públicas a escala internacional, en abril del 2004 se publicó una versión revisada de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE.

Como en la versión de 1999, los principios revisados de la OCDE se centran en el gobierno corporativo interno y en la transparencia, y abarcan cinco áreas: los derechos de los accionistas, el trato equitativo a éstos, el papel de las distintas partes interesadas, la información y la transparencia, y las responsabilidades del consejo de administración. No obstante, las respectivas disposiciones se ampliaron y se hicieron más específicas. Por ejemplo, en términos de derechos de los accionistas, la versión revisada reconoce expresamente el derecho de éstos a destituir a los miembros del consejo y a participar en decisiones fundamentales, como la designación, elección y retribución de los consejeros. También se concede mayor importancia a las condiciones necesarias para el ejercicio efectivo de los derechos de los accionistas y a la protección de los accionistas minoritarios. En cuanto al papel de otras partes interesadas, se ha introducido un nuevo principio, sobre la protección de los «denunciantes» (cualquier parte interesada que quiera comunicar al consejo su preocupación sobre prácticas empresariales ilícitas o poco éticas). La sección sobre información y transparencia incluye nuevas obligaciones de divulgación y subraya la importancia de la independencia de los auditores. Además, un nuevo principio establece que el trabajo de las agencias de calificación crediticia y de los analistas financieros no debe verse comprometido por conflictos de interés. Por último, los nue-

<sup>24</sup> Cuestionario de la SEC 33-8236, de 4 de junio de 2003, titulado «Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Law».

vos principios relativos a la responsabilidad del consejo de administración subrayan, en particular, la función fiduciaria de este órgano y la necesidad de que actúe con independencia y objetividad.

### COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA

La aplicación de controles adecuados al gobierno corporativo es aún más importante para las entidades de crédito que para otras empresas, por su papel crucial en la canalización de fondos en la economía y el relativamente mayor riesgo de contagio en el sector bancario. Un gobierno corporativo interno sólido mejora considerablemente la capacidad de los bancos para identificar, medir y vigilar adecuadamente sus riesgos financieros.

En septiembre de 1999, el Comité de Basilea publicó un informe titulado «Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations». Este documento formaba parte de los esfuerzos que actualmente está realizando el Comité por mejorar la gestión y la divulgación de riesgos por parte de las entidades de crédito, y también fue una respuesta a las iniciativas nacionales e internacionales para mejorar el gobierno corporativo, en particular a los Principios de gobierno corporativo de la OCDE. Tomando en consideración la experiencia supervisora previa con determinados problemas de gobierno corporativo en bancos, en el documento se recogían una serie de principios fundamentales para conseguir un gobierno corporativo interno eficaz en este sector. En la actualidad, el Comité de Basilea está evaluando la necesidad de actualizar este informe y el alcance de las reformas que hay que introducir.

### ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES

En febrero del 2004, tras los escándalos financieros ocurridos poco tiempo antes, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés) empezó a trabajar con el fin de fortalecer las defensas de los mercados internacionales de capitales contra el fraude financiero y el abuso del mercado. Un grupo de trabajo de alto nivel recibió el mandato de identificar las principales áreas de interés y evaluar la posible necesidad y el alcance de una respuesta reguladora de esta organización. Basándose en este trabajo, la

IOSCO publicó el «Report on Strengthening Capital Markets against Financial Fraud» el 1 de marzo de 2005. En este informe se resumen las principales conclusiones del grupo de trabajo y se establece un plan de acción para mejorar el actual marco normativo. También se identifican varias áreas que desempeñaron un papel decisivo en los escándalos financieros recientes, como el gobierno corporativo interno, la auditoría externa y la transparencia de los emisores, el papel y las obligaciones de los intermediarios financieros y de los reputacionales, y el uso de complejas estructuras societarias. El informe analizaba las normas y principios vigentes de la IOSCO en cada una de estas áreas, así como los posibles argumentos para adoptar medidas con vistas a mejorar la aplicación y el cumplimiento de las disposiciones vigentes y la necesidad de orientación adicional, y concedía especial importancia a los mecanismos adecuados para promover una aplicación y un cumplimiento efectivos de las normas y principios de la IOSCO en los distintos países.

Con anterioridad, la IOSCO ya había adoptado otras destacadas iniciativas para mejorar el gobierno corporativo. En su calidad de asociación de comisiones de valores, ha desarrollado, en particular, principios orientativos y mejores prácticas de gobierno corporativo externo y en cuanto a la transparencia, en lo que respecta, por ejemplo, al papel de las agencias de calificación crediticia y de los analistas financieros en los mercados de valores y la auditoría externa<sup>25</sup>.

25 En lo que respecta a las agencias de calificación crediticia, la IOSCO publicó el documento titulado «Code of Conduct Fundamentals» en diciembre del 2004, centrándose en tres áreas principales: la calidad e integridad del proceso de calificación, la necesidad de independencia y de evitar conflictos de intereses, y la responsabilidad de estas agencias frente a los inversores y los emisores. El código de principios fundamentales de conducta se elaboró a partir de trabajos anteriores de la IOSCO sobre agencias de calificación, principalmente de los documentos «Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies» y «Report on the Activities of Credit Rating Agencies», ambos publicados en septiembre del 2003. En lo que respecta a los analistas financieros, ese mismo mes, la IOSCO presentó los documentos «Report on Analyst Conflicts of Interest» y «Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest». En el ámbito de la auditoría externa, la IOSCO publicó, en octubre del 2002, los documentos «Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence» y «Principles for Auditor Oversight».

#### 4 RETOS FUTUROS

Garantizar un marco sólido de gobierno corporativo es una tarea que continúa. Es posible que las nuevas circunstancias de los mercados requieran adaptaciones de este marco y que salgan nuevos problemas a la luz. En los últimos años se han adoptado diversas e importantes iniciativas para reforzar los tres pilares del gobierno corporativo, a la vista de los actuales desafíos que se han de afrontar para lograr un gobierno corporativo eficaz. En algunos ámbitos se continúa trabajando, como en la implantación del Plan de acción sobre derecho de sociedades y gobierno corporativo de la Comisión, y en las posibles iniciativas relativas a las agencias de calificación crediticia. Por consiguiente, en un futuro próximo, la política que se ha de aplicar debe centrarse, fundamentalmente, en la implantación del marco revisado. Es necesario, sobre todo, que las nuevas disposiciones puedan mostrar sus efectos antes de contemplar nuevas iniciativas de regulación en estos ámbitos. Los costes y los beneficios de cualquier nueva iniciativa de este tipo también han de evaluarse detenidamente.

La implantación efectiva de los nuevos principios y disposiciones sobre gobierno corporativo no sólo dependerá de su estricta aplicación y cumplimiento. Ciertamente, hasta las mejores normas pueden sortearse, y nunca pueden prevenir totalmente el fraude. Esto subraya la importancia de una ética empresarial y una cultura del accionista adecuadas. Por ejemplo, el gobierno corporativo interno no sólo se sustenta en el cumplimiento formal de las normas sobre organización del consejo de administración y de los derechos de los accionistas, sino también en el fomento de una cultura empresarial apropiada por parte de los directivos y del consejo y en el papel activo de los accionistas. De igual modo, aunque el fortalecimiento de las normas sobre transparencia e información facilitará la disciplina de mercado, todas las partes interesadas deben asumir su responsabilidad como vigilantes activos de las empresas.

A la vista de la mayor integración de los mercados financieros, la consecución de un grado elevado de convergencia transfronteriza a este respecto es otro aspecto importante de la implantación, tanto a escala de la UE como internacional.

En el contexto de la UE, la introducción puntual y coherente de nueva legislación comunitaria en los Estados miembros es un requisito previo importante para alcanzar la eficiencia y la integridad del mercado único financiero. También es necesario realizar un atento seguimiento respecto de si las diversas medidas comunitarias no vinculantes, sobre todo en el ámbito del gobierno corporativo interno, consiguen promover una convergencia efectiva hacia las mejores prácticas.

A escala internacional, una de las prioridades será asegurar que las normas y parámetros para el buen gobierno corporativo adoptados de común acuerdo se plasmen adecuadamente en normas y prácticas nacionales. Dado que los principios internacionales han de observarse rigurosamente en los distintos países, no habrá un enfoque «único» de la normativa sobre gobierno corporativo, por las sustanciales diferencias en los sistemas financieros, en los marcos jurídicos y en las estructuras de propiedad de las empresas. Debido a estas diferencias, es esencial que las autoridades competentes intercambien periódicamente información a nivel transfronterizo, sobre todo en lo que respecta a las iniciativas de regulación actuales o en preparación. Este diálogo contribuirá a promover un mejor conocimiento mutuo de los respectivos sistemas de gobierno corporativo, y facilitará la coordinación transfronteriza de las medidas de regulación encaminadas a reducir el riesgo de una posible duplicación de los requerimientos o de que se produzcan distorsiones en el trato equitativo. El Diálogo sobre regulación en los mercados financieros entre la UE y Estados Unidos<sup>26</sup>, un foro informal de intercambio de opiniones sobre cuestiones de regulación y de supervisión de interés mutuo, es un ejemplo destacado de esta cooperación.

26 El Diálogo sobre regulación en los mercados financieros entre la UE y Estados Unidos se inició en la cumbre UE-EEUU celebrada en mayo del 2002, y en él participan la Comisión Europea, la SEC, el Comité de Gobernadores de la Reserva Federal y el Tesoro estadounidense.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**







# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

## 3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

#### NOVEDADES

A partir de ahora se presentan trimestralmente las estadísticas de posición de inversión internacional de la zona del euro. En la sección 7.4 del presente Boletín figuran por primera vez los datos trimestrales.

La sección 8.2 se ha reorganizado con el fin de incluir las siete nuevas monedas respecto de las que el BCE ha publicado los tipos de cambio de referencia frente al euro desde el 1 de abril de 2005.

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup>	M3 <sup>1), 2)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,6	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	10,9	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	9,9	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 I	9,6	7,1	6,7	-	7,3	.	2,14	3,67
2004 Nov	9,7	6,6	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
Dic	8,9	6,7	6,6	6,5	7,1	8,9	2,17	3,69
2005 Ene	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	9,8	2,15	3,63
Feb	10,2	7,3	6,7	6,7	7,3	9,6	2,14	3,62
Mar	9,3	7,1	6,5	.	7,6	.	2,14	3,76
Abr	.	.	.	.	.	.	2,14	3,57

### 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	2,1	1,9	81,7	0,5	8,8
2004 II	2,3	2,0	2,2	2,2	3,0	81,6	0,5	8,9
III	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	82,1	0,6	8,8
IV	2,3	3,8	2,4	1,6	1,0	82,0	0,8	8,8
2005 I	2,0	4,1	.	.	.	81,4	.	8,8
2004 Nov	2,2	3,7	-	-	0,7	-	-	8,8
Dic	2,4	3,5	-	-	1,1	-	-	8,8
2005 Ene	1,9	3,9	-	-	2,0	81,9	-	8,8
Feb	2,1	4,2	-	-	0,5	-	-	8,8
Mar	2,1	4,2	-	-	.	-	-	8,9
Abr	2,1	.	-	-	.	80,9	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	62,5	103,4	-47,9	68,6	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 II	7,4	31,4	-12,1	27,0	302,2	102,1	104,1	1,2046
III	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
IV	20,0	20,8	-14,0	23,1	280,6	105,7	107,8	1,2977
2005 I	.	.	.	.	284,9	105,7	107,8	1,3113
2004 Nov	6,3	4,6	-6,4	-13,0	292,7	105,6	107,7	1,2991
Dic	9,6	7,3	5,1	38,3	280,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Ene	-8,0	0,2	-11,4	-17,1	289,0	105,8	107,9	1,3119
Feb	9,1	6,1	-4,6	22,6	283,2	105,1	107,1	1,3014
Mar	.	.	.	.	284,9	106,0	108,2	1,3201
Abr	.	.	.	.	.	105,1	107,4	1,2938

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

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

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



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

#### 1. Activo

	2005 8 Abr	2005 15 Abr	2005 22 Abr	2005 29 Abr
<b>Oro y derechos en oro</b>	128.024	127.990	127.959	127.431
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	156.535	154.868	154.586	155.909
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	19.574	19.981	20.538	20.527
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	8.681	8.725	9.103	9.673
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	365.013	360.503	372.004	370.512
Operaciones principales de financiación	274.999	270.499	281.999	280.500
Operaciones de financiación a plazo más largo	90.002	90.002	90.002	90.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	11	1	2	3
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	1	1	9
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.993	3.063	3.010	2.906
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	80.706	80.724	80.116	79.795
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	41.177	41.177	41.184	41.184
<b>Otros activos</b>	124.540	125.167	126.043	126.542
<b>Total activo</b>	927.243	922.198	934.543	934.479

#### 2. Pasivo

	2005 8 Abr	2005 15 Abr	2005 22 Abr	2005 29 Abr
<b>Billetes en circulación</b>	502.872	502.327	502.100	506.965
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	142.220	143.412	143.675	139.295
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	142.084	143.345	143.647	138.874
Facilidad de depósito	135	33	28	420
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	1	34	0	1
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	140	140	140	140
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	72.424	67.654	79.580	77.605
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	8.888	8.869	8.861	9.191
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	238	297	309	356
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.917	9.636	9.978	10.907
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.701	5.701	5.701	5.701
<b>Otros pasivos</b>	53.679	53.996	54.032	54.152
<b>Cuentas de revalorización</b>	71.961	71.961	71.961	71.961
<b>Capital y reservas</b>	58.203	58.205	58.206	58.206
<b>Total pasivo</b>	927.243	922.198	934.543	934.479

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
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
13	313.575	348	270.500	2,00	2,05	2,05	7
20	328.593	370	282.000	2,00	2,05	2,05	7
27	329.984	351	280.500	2,00	2,05	2,05	7
4 May	339.182	301	273.000	2,00	2,05	2,05	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 29 Abr	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
28 Abr	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 Ene <sup>5)</sup>	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
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.

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

### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
II	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2
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	12.596,6	6.697,7	460,1	1.577,8	943,1	2.918,0
Feb	12.722,0	6.710,6	471,2	1.583,5	999,2	2.957,5

#### 2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
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	143,3	0,6	0,0	2,05
10 May	143,1	.	.	.	.

#### 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											
	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	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)	11	12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 I	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
II	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
III	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
IV	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 18 Ene	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2
7 Feb	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2
8 Mar	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
12 Abr	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0

Fuente: BCE.

1) Fin de período.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM <sup>1)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 I	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
II	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
III	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
IV	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 Ene	1.240,7	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
Feb	1.275,4	614,5	21,5	0,6	592,4	162,5	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,2	12,5	177,7
Mar <sup>(p)</sup>	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,8	12,5	183,5
IFM, excluido el Eurosistema														
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.800,8	12.114,7	819,1	7.101,8	4.193,8	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.572,7	161,8	1.045,5
2004 I	20.395,7	12.218,3	823,3	7.170,2	4.224,9	3.077,6	1.301,6	434,2	1.341,8	78,0	926,4	2.836,1	160,0	1.099,3
II	20.755,0	12.434,3	817,9	7.320,1	4.296,3	3.153,6	1.347,0	447,1	1.359,4	76,8	948,7	2.873,9	159,7	1.108,1
III	20.984,2	12.569,9	812,2	7.401,3	4.356,4	3.179,2	1.345,9	447,5	1.385,9	77,5	920,6	2.907,3	161,0	1.168,7
IV	21.357,3	12.826,4	814,5	7.555,1	4.456,8	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,5	72,5	943,1	2.947,5	159,6	1.220,5
2005 Ene	21.664,5	12.909,2	819,5	7.594,4	4.495,3	3.237,2	1.339,9	468,1	1.429,2	75,7	961,7	3.075,0	157,4	1.248,4
Feb	21.829,9	12.967,3	809,8	7.620,8	4.536,7	3.288,0	1.367,8	478,3	1.441,9	75,4	965,5	3.127,0	157,6	1.249,1
Mar <sup>(p)</sup>	22.055,1	13.053,2	807,2	7.671,0	4.575,0	3.294,9	1.358,0	480,8	1.456,1	72,5	975,4	3.191,5	156,5	1.311,2

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 I	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
II	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
III	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
IV	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 Ene	1.240,7	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
Feb	1.275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
Mar <sup>(p)</sup>	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	533,4	2.993,5	1.108,7	2.592,8	1.431,7
2003	19.800,8	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.161,4	1.151,0	2.606,5	1.458,4
2004 I	20.395,7	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.304,6	1.160,4	2.832,6	1.553,9
II	20.755,0	0,0	11.088,0	156,6	6.408,6	4.522,7	686,0	3.370,5	1.177,6	2.870,3	1.562,6
III	20.984,2	0,0	11.174,2	146,3	6.441,3	4.586,6	687,0	3.447,8	1.187,2	2.838,0	1.650,1
IV	21.357,3	0,0	11.487,6	139,0	6.640,3	4.708,3	677,4	3.496,9	1.206,2	2.814,9	1.674,3
2005 Ene	21.664,5	0,0	11.534,3	123,0	6.655,9	4.755,4	692,4	3.527,5	1.206,4	2.968,1	1.735,8
Feb	21.829,9	0,0	11.602,8	138,7	6.660,2	4.803,9	690,9	3.580,0	1.211,5	3.007,5	1.737,3
Mar <sup>(p)</sup>	22.055,1	0,0	11.658,6	125,0	6.707,6	4.826,0	687,7	3.617,3	1.217,7	3.080,5	1.793,3

Fuente: BCE.

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

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

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



## 2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.557,3	7.944,2	841,7	7.102,4	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.890,6	174,1	1.131,7
2004 I	15.066,1	8.016,8	845,9	7.170,9	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.202,9
II	15.331,0	8.160,9	840,2	7.320,7	1.929,6	1.480,6	449,0	662,9	3.185,2	173,8	1.218,7
III	15.489,3	8.236,4	834,4	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
IV	15.725,6	8.391,8	836,0	7.555,7	1.906,9	1.439,9	467,0	666,4	3.239,2	173,6	1.347,8
2005 Ene	15.991,4	8.436,1	841,0	7.595,1	1.953,4	1.483,5	469,9	678,0	3.373,2	172,1	1.378,7
Feb	16.105,3	8.452,8	831,3	7.621,5	1.994,3	1.514,4	479,9	681,5	3.421,3	170,1	1.385,4
Mar <sup>(p)</sup>	16.287,0	8.500,3	828,7	7.671,6	1.992,2	1.509,9	482,4	687,2	3.488,3	169,0	1.450,0
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	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-29,5
2004 I	430,1	84,6	5,7	78,8	56,8	52,5	4,3	24,6	211,1	-0,4	53,4
II	265,8	150,2	-7,4	157,6	64,1	50,0	14,1	8,4	32,3	1,6	9,3
III	193,0	87,7	-5,4	93,1	-4,4	-1,8	-2,6	-19,5	61,0	1,6	66,6
IV	377,9	175,8	1,6	174,1	-23,4	-42,6	19,2	20,9	129,7	0,0	75,0
2005 Ene	199,2	43,1	4,8	38,4	39,9	37,3	2,6	10,7	82,1	-1,4	24,8
Feb	133,4	17,5	-9,1	26,5	42,9	32,4	10,5	1,4	66,0	-2,0	7,5
Mar <sup>(p)</sup>	140,2	47,7	-2,4	50,1	-3,3	-5,7	2,5	5,9	42,6	-1,1	48,3

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
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	14.557,3	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,6	2.634,0	1.597,8	8,9
2004 I	15.066,1	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,1
II	15.331,0	423,0	223,7	6.427,1	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.713,7	16,0
III	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,9	15,0
IV	15.725,6	468,4	163,7	6.655,4	604,9	2.061,8	1.053,7	2.842,1	1.841,6	34,0
2005 Ene	15.991,4	459,9	180,6	6.671,9	616,8	2.084,8	1.054,7	2.993,9	1.900,0	28,8
Feb	16.105,3	463,6	210,1	6.678,7	615,5	2.124,3	1.059,3	3.029,3	1.903,8	20,8
Mar <sup>(p)</sup>	16.287,0	471,7	186,1	6.725,2	615,2	2.147,3	1.065,4	3.105,4	1.964,7	6,0
Operaciones										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	56,7	133,5	40,1	130,8	-61,2	59,8
2004 I	430,1	1,7	30,2	25,2	22,4	61,0	8,3	174,7	117,6	-11,0
II	265,8	23,4	39,4	102,5	2,2	48,7	9,9	32,3	9,6	-2,2
III	193,0	15,1	-19,7	35,5	1,6	54,6	19,4	-3,7	81,7	8,5
IV	377,9	30,4	-40,4	210,5	-3,9	33,9	13,5	72,3	19,5	42,1
2005 Ene	199,2	-8,5	16,9	10,1	12,8	4,7	-2,4	104,4	75,4	-14,3
Feb	133,4	3,7	29,5	5,4	-2,2	44,0	5,9	52,0	-1,3	-3,5
Mar <sup>(p)</sup>	140,2	8,2	-23,9	43,9	-0,5	18,2	4,3	54,7	55,5	-20,2

Fuente: BCE.

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

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	M1		M2		M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>	
	M1	M2-M1	M2	M3-M2				Préstamos			
	1	2	3	4					5		6
<b>Saldos vivos</b>											
2002	2.444,9	2.470,7	4.915,7	851,8	5.767,5	-	3.987,0	2.076,2	7.721,6	6.776,5	191,0
2003	2.682,6	2.553,3	5.236,0	908,5	6.144,5	-	4.139,3	2.227,6	8.156,0	7.097,8	235,4
2004 I	2.757,7	2.556,2	5.313,9	907,7	6.221,6	-	4.242,2	2.265,8	8.246,0	7.170,0	316,8
II	2.795,2	2.584,6	5.379,8	930,9	6.310,7	-	4.311,6	2.303,3	8.401,0	7.295,7	290,6
III	2.867,0	2.620,5	5.487,5	941,0	6.428,5	-	4.393,8	2.322,9	8.526,1	7.416,8	342,9
IV	2.912,6	2.662,8	5.575,3	961,8	6.537,1	-	4.459,5	2.300,2	8.690,1	7.550,6	378,1
2005 Ene	2.960,4	2.665,6	5.626,0	949,8	6.575,7	-	4.497,1	2.330,6	8.748,7	7.598,3	379,1
Feb	2.992,8	2.667,1	5.660,0	949,3	6.609,2	-	4.534,7	2.344,3	8.790,8	7.631,7	397,5
Mar <sup>(p)</sup>	3.007,3	2.676,1	5.683,4	946,4	6.629,7	-	4.578,1	2.328,6	8.831,9	7.671,9	397,7
<b>Operaciones</b>											
2002	219,6	87,8	307,4	68,1	375,5	-	188,1	36,2	347,1	311,3	173,9
2003	261,5	113,5	375,0	32,6	407,6	-	237,6	133,5	445,9	372,3	95,9
2004 I	74,3	-2,9	71,4	4,0	75,4	-	80,5	25,8	96,9	82,6	73,7
II	37,1	30,4	67,5	20,1	87,6	-	79,7	35,8	158,4	133,4	-17,0
III	73,8	37,4	111,2	9,6	120,8	-	89,2	17,6	134,5	133,0	53,6
IV	53,2	47,0	100,1	20,5	120,6	-	93,6	-24,1	183,3	154,1	50,5
2005 Ene	45,4	-0,1	45,3	-11,7	33,6	-	15,5	23,9	56,4	46,7	-3,6
Feb	32,7	-0,5	32,2	-7,1	25,1	-	49,6	15,8	40,6	33,5	19,8
Mar <sup>(p)</sup>	13,4	8,2	21,5	-2,8	18,8	-	35,7	-16,8	41,3	40,2	-2,9
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2002 Dic	9,9	3,7	6,7	8,7	7,0	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	173,9
2003 Dic	10,7	4,6	7,7	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,9
2004 Mar	11,3	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,8	5,3	92,1
Jun	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,3	6,2	6,0	-0,6
Sep	9,7	2,7	6,2	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	122,8
Dic	8,9	4,4	6,7	6,0	6,6	6,5	8,3	2,5	7,0	7,1	160,8
2005 Ene	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,0	3,6	7,3	7,3	115,5
Feb	10,2	4,3	7,3	2,7	6,7	6,7	8,7	4,1	7,3	7,3	120,7
Mar <sup>(p)</sup>	9,3	4,8	7,1	3,2	6,5	.	8,6	2,3	7,5	7,6	100,4

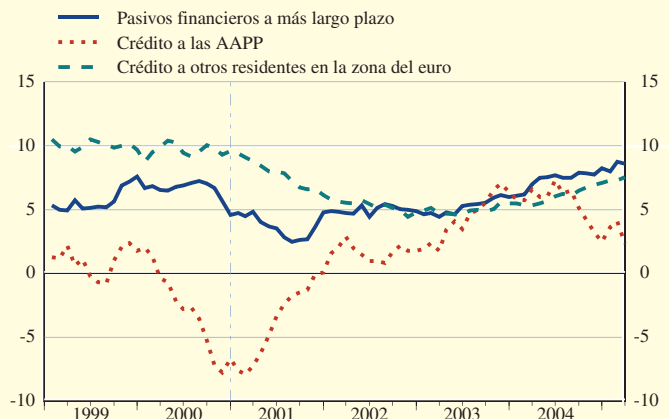
### C1 Agregados monetarios

(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

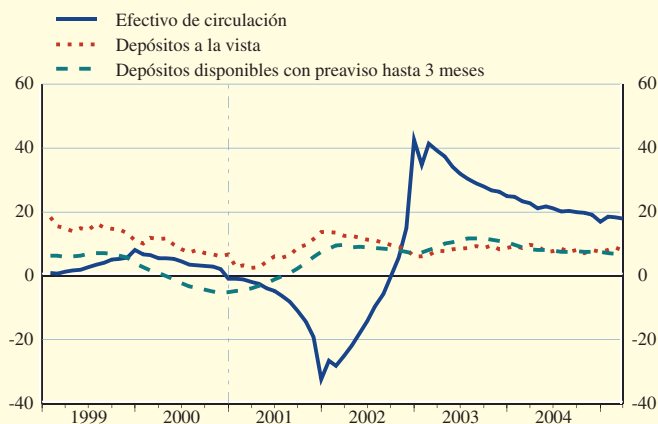
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

#### 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	331,9	2.113,0	1.071,8	1.399,0	238,1	485,2	128,5	1.693,6	103,9	1.184,3	1.005,3
2003	386,9	2.295,7	1.031,0	1.522,3	218,6	597,3	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.009,0
2004 I	405,3	2.352,4	1.005,2	1.551,0	215,6	597,6	94,5	1.856,5	90,0	1.270,3	1.025,4
II	421,2	2.374,1	999,9	1.584,7	220,0	610,8	100,1	1.899,2	89,1	1.297,9	1.025,4
III	440,2	2.426,8	1.004,6	1.615,8	225,1	615,8	100,1	1.945,7	88,7	1.319,9	1.039,5
IV	452,7	2.459,9	1.028,1	1.634,7	239,1	620,3	102,3	1.962,7	89,6	1.355,6	1.051,6
2005 Ene	466,7	2.493,8	1.026,0	1.639,6	230,5	620,0	99,2	1.991,6	90,0	1.364,4	1.051,1
Feb	471,6	2.521,2	1.021,5	1.645,6	220,8	612,2	116,3	2.012,2	90,4	1.370,4	1.061,7
Mar <sup>(p)</sup>	477,5	2.529,8	1.020,1	1.655,9	224,4	610,4	111,5	2.035,0	90,9	1.386,9	1.065,3
Operaciones											
2002	99,1	120,5	-1,5	89,3	9,5	71,2	-12,5	118,5	-10,0	40,3	39,3
2003	77,5	184,0	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	39,6
2004 I	18,4	55,9	-31,5	28,6	-2,0	1,5	4,4	52,2	-0,7	19,5	9,5
II	15,8	21,2	-3,3	33,7	4,0	8,8	7,2	40,9	-0,9	28,0	11,7
III	19,0	54,8	6,1	31,2	5,2	6,2	-1,8	53,4	-0,5	23,4	12,9
IV	12,5	40,7	27,9	19,1	14,2	5,3	0,9	40,3	0,9	35,8	16,6
2005 Ene	14,0	31,4	-4,8	4,7	-8,7	0,6	-3,6	11,1	0,4	8,0	-3,9
Feb	4,9	27,8	-7,4	6,9	-9,6	-8,7	-11,2	31,0	0,4	6,3	11,9
Mar <sup>(p)</sup>	5,9	7,4	-1,8	9,9	3,6	-2,0	-4,3	17,6	0,0	16,2	1,8
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	6,1	-0,1	6,8	4,1	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dic	24,9	8,7	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	4,0
2004 Mar	22,7	9,6	-6,1	8,2	-1,2	6,9	-7,3	10,5	-9,9	5,5	4,6
Jun	21,1	7,7	-6,7	7,9	1,8	4,6	0,4	10,4	-7,1	7,0	5,3
Sep	19,9	8,0	-4,2	7,6	3,1	4,2	11,3	10,9	-2,9	7,3	4,5
Dic	17,0	7,5	-0,1	7,4	9,9	3,7	11,8	10,4	-1,2	8,5	5,0
2005 Ene	18,5	8,1	0,6	7,1	6,8	4,3	2,7	9,8	-0,4	8,6	4,7
Feb	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,6	11,1	0,4	8,5	5,4
Mar <sup>(p)</sup>	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,7	10,4	10,5	0,5	9,3	5,0

#### C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

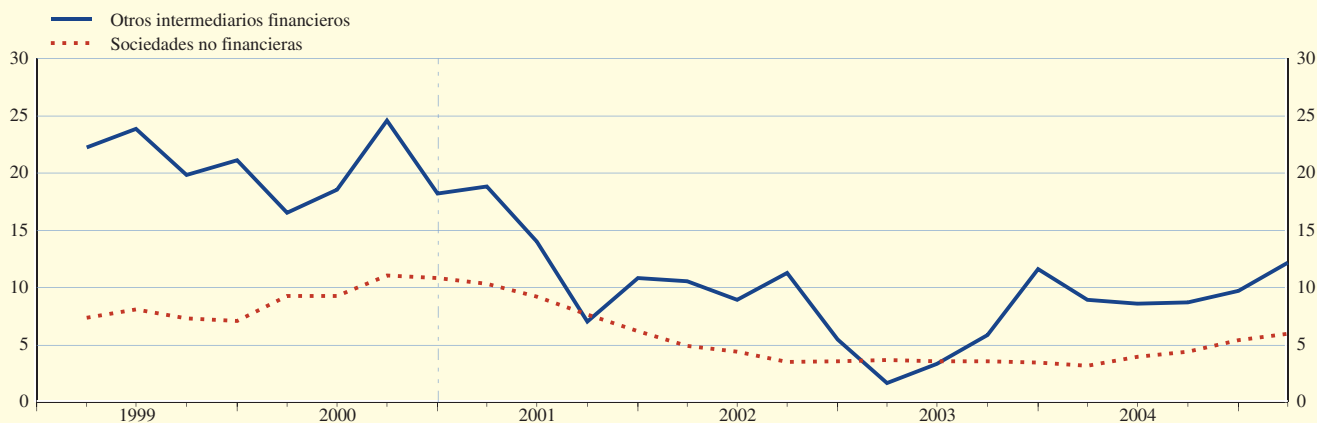
(mm de euro)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	Hasta 1 año 2	3	Hasta 1 año 4				
<b>Saldos vivos</b>								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004 I	46,3	32,2	504,1	307,4	3.055,1	956,5	523,8	1.574,7
II	53,7	39,8	510,0	310,2	3.093,2	968,7	534,7	1.589,9
III	52,5	37,6	509,1	305,1	3.103,4	954,5	542,9	1.605,9
IV	48,7	31,4	544,7	335,5	3.155,9	974,4	547,1	1.634,5
2005 Ene	55,6	38,6	545,2	339,4	3.172,4	981,0	555,9	1.635,6
Feb	59,1	41,3	549,5	345,8	3.174,3	982,3	551,4	1.640,6
Mar <sup>(p)</sup>	58,1	40,2	558,3	351,2	3.193,2	987,3	555,1	1.650,8
<b>Operaciones</b>								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,2	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 I	10,8	10,0	-2,4	-11,2	22,1	-4,9	4,5	22,5
II	7,0	7,3	8,6	5,5	60,0	17,0	11,5	31,5
III	-1,1	-2,2	3,0	-1,4	15,7	-12,3	9,1	18,8
IV	-3,5	-6,0	39,4	33,0	67,1	24,3	6,3	36,5
2005 Ene	6,6	7,0	-1,6	2,7	16,3	6,7	8,7	0,9
Feb	3,0	2,0	4,4	6,2	3,0	-1,0	-4,1	8,1
Mar <sup>(p)</sup>	-1,1	-1,1	6,9	5,6	20,0	5,5	4,0	10,5
<b>Tasas de crecimiento</b>								
2002 Dic	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dic	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Mar	8,6	6,3	8,9	3,2	3,2	-2,6	3,7	6,9
Jun	18,8	25,6	8,6	3,6	4,0	-2,1	6,5	7,2
Sep	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
Dic	37,1	41,5	9,7	8,4	5,5	2,5	6,1	7,1
2005 Ene	16,5	11,9	10,0	10,6	5,8	3,0	7,4	6,9
Feb	24,2	21,5	9,2	10,6	5,8	3,7	6,4	6,9
Mar <sup>(p)</sup>	23,5	21,8	12,2	17,2	6,0	4,2	6,8	6,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

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

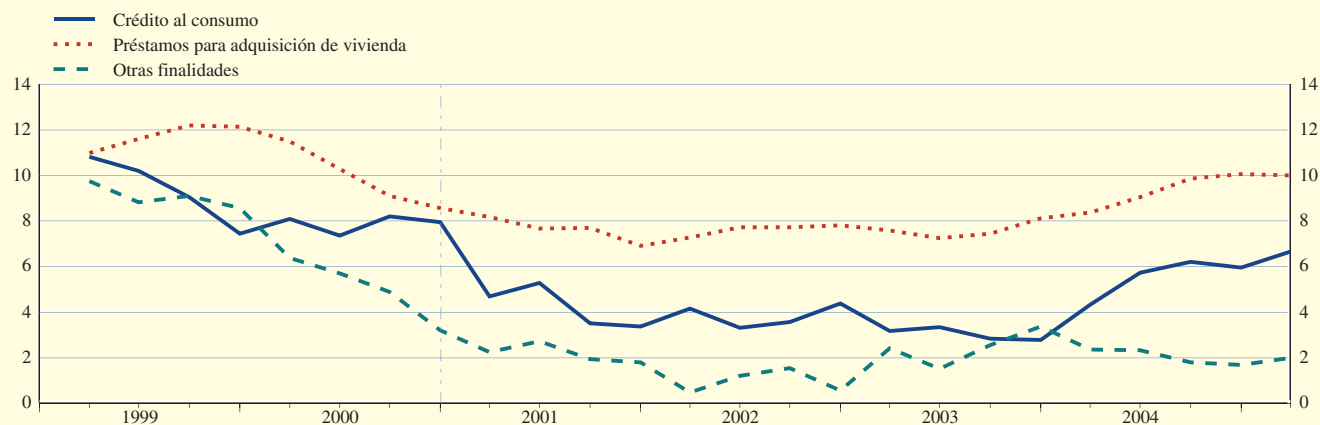
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
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	2.324,5	679,9	141,8	95,1	443,0
II	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,8	15,2	64,7	2.383,9	697,2	147,5	99,3	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	451,1
IV	3.805,8	514,5	118,3	190,5	205,7	2.592,8	15,5	65,8	2.511,5	698,5	144,4	99,6	454,6
2005 Ene	3.821,3	514,1	119,2	189,3	205,6	2.608,0	15,0	65,5	2.527,5	699,1	143,6	98,8	456,7
Feb	3.837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2.622,1	14,9	65,6	2.541,6	702,0	143,8	98,8	459,4
Mar <sup>(p)</sup>	3.861,3	519,7	120,1	191,5	208,0	2.640,3	14,9	67,0	2.558,4	701,3	144,1	99,0	458,3
<b>Operaciones</b>													
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	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,5	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004 I	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,8	-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	60,0	0,9	2,6	56,6	8,5	3,0	1,0	4,4
III	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,3	-0,2	1,2	70,3	-1,1	-2,6	-0,5	2,0
IV	71,2	7,7	3,5	1,9	2,3	60,8	0,4	-0,1	60,4	2,7	1,0	1,0	0,6
2005 Ene	17,0	-0,2	0,4	-0,9	0,4	15,3	-0,4	-0,3	16,0	1,9	-0,3	-0,7	2,9
Feb	16,2	0,1	0,1	-0,7	0,7	14,6	0,0	0,1	14,6	1,5	0,1	0,2	1,2
Mar <sup>(p)</sup>	24,3	5,8	1,2	2,6	1,9	18,4	0,1	1,4	16,9	0,1	0,5	0,2	-0,6
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 Mar	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-0,9	-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	1,8	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	2,9
Dic	7,9	6,0	6,1	4,8	7,0	10,0	6,4	4,7	10,2	1,7	-0,6	2,1	2,3
2005 Ene	8,1	6,5	7,8	5,3	7,0	10,1	5,6	5,9	10,3	2,3	0,5	2,2	3,0
Feb	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,1	6,0	6,1	10,3	2,2	1,8	2,1	2,4
Mar <sup>(p)</sup>	8,0	6,7	9,2	4,3	7,4	10,0	4,2	7,9	10,1	2,0	1,2	1,3	2,4

### C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

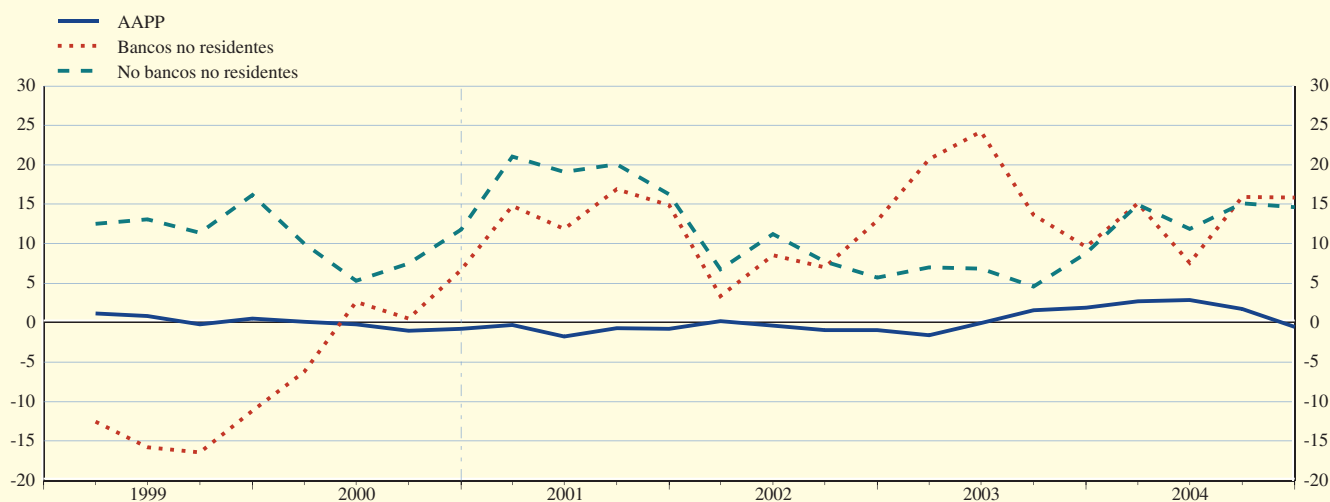
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	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	817,9	129,4	253,4	391,4	43,7	1.965,2	1.322,6	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 <sup>(p)</sup>	814,5	129,5	252,3	395,6	37,3	1.979,3	1.336,6	641,8	61,5	580,4
<b>Operaciones</b>										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,3	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	5,7	5,7	-3,9	0,0	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
II	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,1	11,3	-5,3	-0,5	-4,8
III	-5,4	-2,7	-1,0	3,3	-5,0	22,5	7,8	14,8	0,1	14,7
IV <sup>(p)</sup>	2,4	3,6	-0,5	1,0	-1,5	81,9	61,4	19,4	0,6	18,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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	0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Jun	2,9	1,8	-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 <sup>(p)</sup>	-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 IFM<sup>1)</sup>

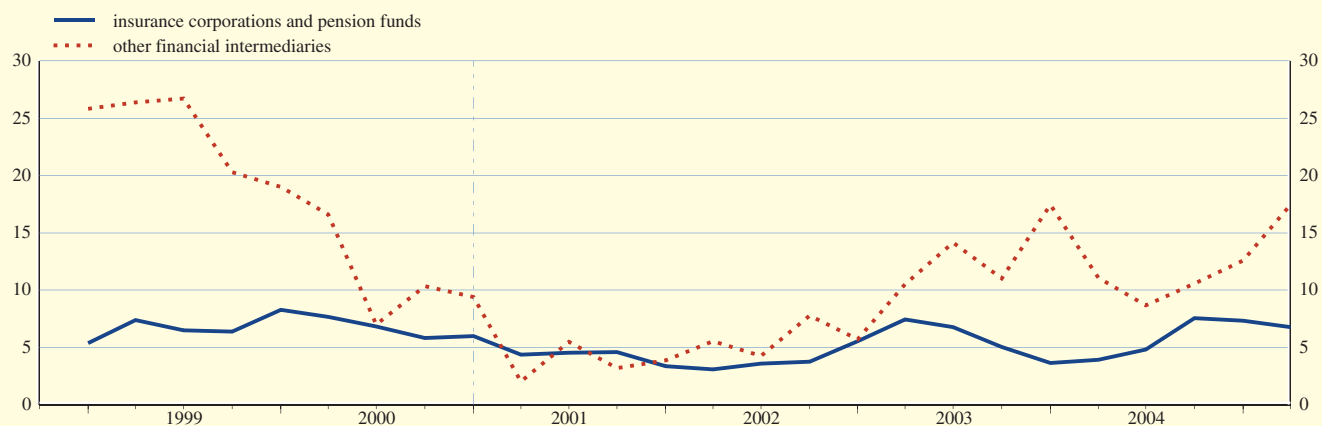
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,7	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	596,4	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	190,1	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
IV	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,0	180,3	138,9	187,3	10,1	0,1	119,3
2005 Ene	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	662,2	209,4	129,9	186,4	11,6	0,1	124,8
Feb	590,3	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	673,6	212,9	132,8	188,9	11,5	0,1	127,4
Mar <sup>(p)</sup>	596,9	65,7	48,6	460,1	1,3	1,3	19,8	689,2	211,9	133,4	202,7	11,5	0,1	129,5
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	15,4	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	12,3	-1,3	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
IV	9,9	-1,7	4,8	5,9	0,0	0,3	0,7	41,1	-7,1	18,8	22,6	2,1	0,0	4,7
2005 Ene	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	23,1	28,2	-9,6	-2,3	1,4	0,0	5,4
Feb	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	8,3	3,9	-0,8	2,6	-0,1	0,0	2,6
Mar <sup>(p)</sup>	5,6	5,0	-0,4	3,4	0,1	0,0	-2,5	14,2	-1,3	0,3	13,2	-0,1	0,0	2,0
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	7,5	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
Dic	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,6	0,9	4,3	30,4	67,6	-	15,3
2005 Ene	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,4	17,4	-1,1	32,0	69,0	-	12,6
Feb	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,4	17,8	5,4	31,8	38,2	-	6,1
Mar <sup>(p)</sup>	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,4	9,6	8,6	38,4	50,0	-	11,4

### C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

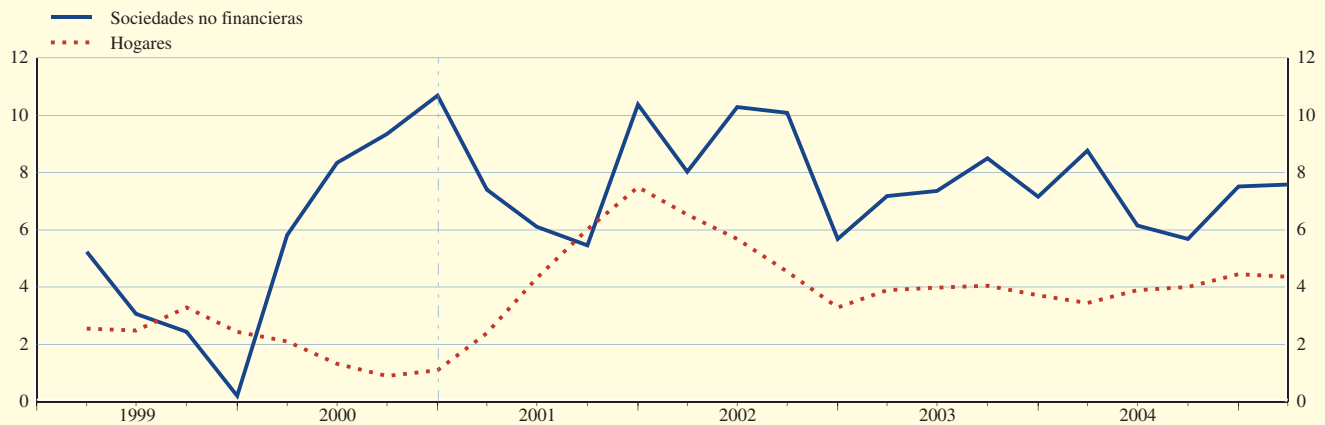
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	3.998,0	1.320,8	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	4.055,6	1.367,7	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	1.363,3	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
IV	1.116,2	674,6	293,6	73,5	43,7	1,1	29,7	4.160,4	1.403,1	514,2	632,8	1.466,7	88,0	55,6
2005 Ene	1.080,5	658,8	279,5	73,7	42,5	1,1	24,9	4.166,8	1.400,5	514,5	634,6	1.477,3	87,7	52,2
Feb	1.073,2	656,1	275,7	73,7	43,7	1,1	22,8	4.175,1	1.406,5	515,4	634,6	1.478,7	88,3	51,6
Mar <sup>(p)</sup>	1.102,6	675,8	283,8	74,5	44,0	1,1	23,4	4.175,3	1.409,8	511,1	632,9	1.481,7	88,7	51,2
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	18,1	8,6	-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	-3,8	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
IV	56,7	20,1	26,0	2,8	3,6	0,0	4,1	99,9	41,5	4,1	17,5	32,4	2,5	1,9
2005 Ene	-37,3	-16,9	-15,2	0,8	-1,2	0,0	-4,8	5,0	-2,9	-0,6	1,7	10,5	-0,3	-3,5
Feb	-6,3	-2,2	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	8,9	5,4	1,3	0,0	2,1	0,6	-0,6
Mar <sup>(p)</sup>	28,4	19,2	7,7	0,6	0,3	0,0	0,6	1,0	3,2	-4,0	-0,4	2,7	-0,1	-0,4
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
Dic	7,5	7,3	6,2	10,0	21,8	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Ene	8,0	8,5	6,2	10,2	15,4	14,4	-2,0	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Feb	6,9	9,4	0,8	9,2	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,7	-0,1	-4,7
Mar <sup>(p)</sup>	7,6	9,0	4,2	8,3	17,0	68,0	-9,1	4,4	6,6	-2,9	4,0	5,6	0,1	-1,3

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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



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

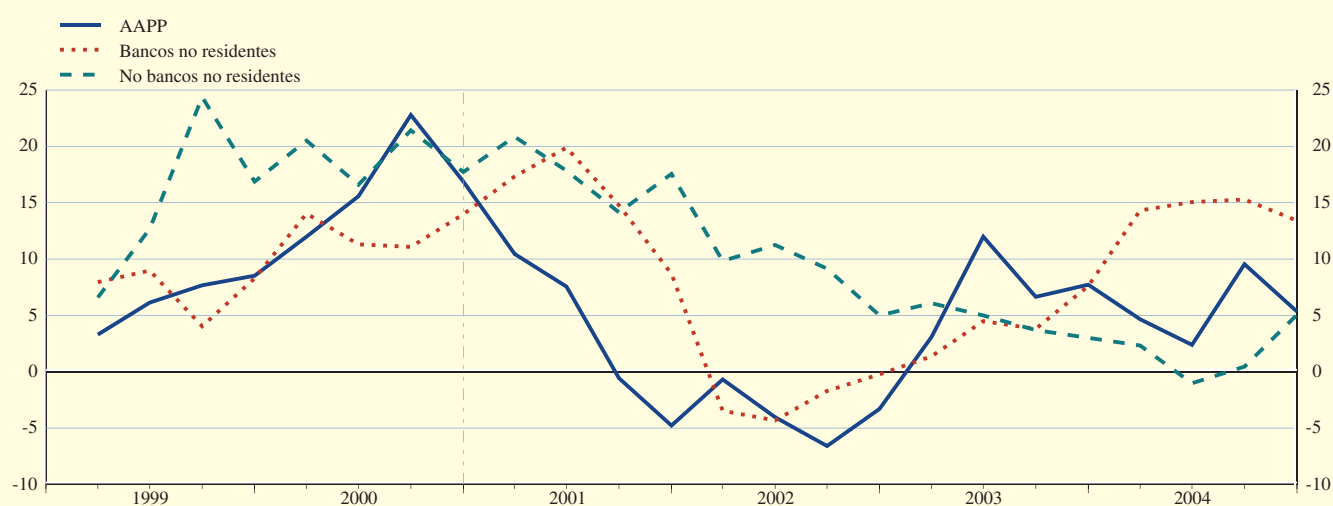
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 I	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
II	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
III	288,3	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
IV <sup>(p)</sup>	283,5	139,0	30,6	69,6	44,4	2.428,9	1.747,4	682,3	103,8	578,5
<b>Operaciones</b>										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	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	-4,8	-10,3	2,3	1,9	1,3	6,8	-4,6	11,5	3,1	8,4
IV <sup>(p)</sup>	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,7	62,3	46,4	16,4	-1,7	18,1
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Mar	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Jun	2,4	7,9	-7,6	-0,2	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sep	9,5	13,2	5,1	3,3	11,5	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dic <sup>(p)</sup>	5,3	4,7	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.

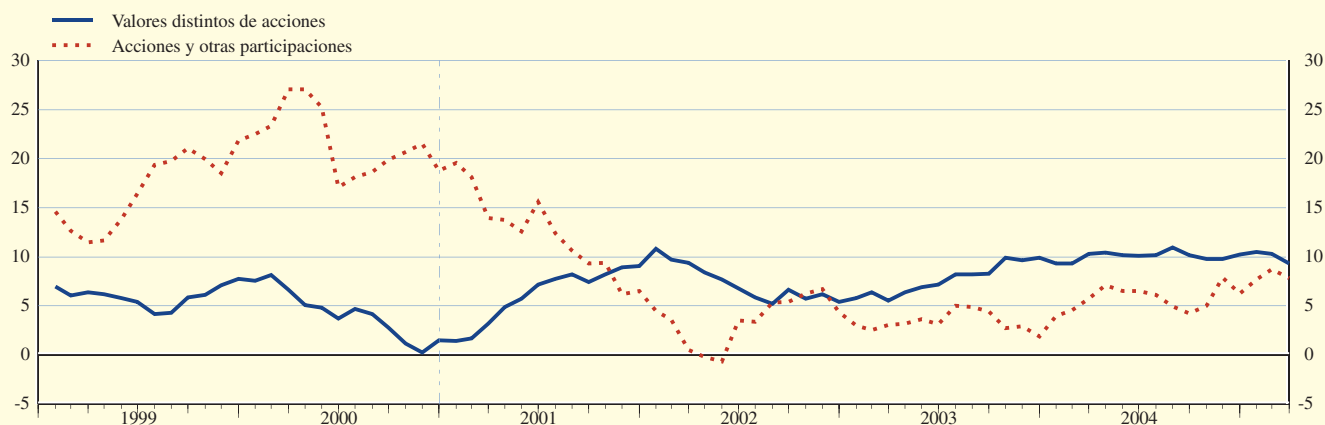
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM<sup>1)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1.071,4	279,7	615,3	176,4
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	3.854,8	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,7	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
IV	3.939,5	1.362,6	59,9	1.284,1	15,8	449,1	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 Ene	4.032,4	1.363,6	65,6	1.321,0	18,9	451,7	16,5	795,2	1.190,0	293,0	668,7	228,3
Feb	4.069,7	1.377,2	64,7	1.349,9	17,9	462,3	16,0	781,7	1.211,6	293,5	672,0	246,1
Mar <sup>(p)</sup>	4.095,4	1.389,8	66,4	1.342,2	15,8	464,7	16,1	800,5	1.224,1	297,7	677,6	248,7
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	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004 I	156,6	61,5	1,4	44,8	1,4	5,2	-1,1	43,4	41,9	6,0	24,7	11,2
II	88,1	15,3	1,7	43,9	0,0	13,7	0,1	13,5	26,3	6,4	8,4	11,5
III	67,5	30,9	1,5	-1,0	-1,2	-2,3	-0,2	39,8	-26,3	-8,2	-19,5	1,4
IV	56,2	39,2	0,4	-47,4	1,1	19,4	-0,1	43,6	25,4	-2,1	20,9	6,6
2005 Ene	78,3	4,7	3,9	32,5	2,5	2,9	-0,4	32,2	30,7	6,0	11,3	13,4
Feb	44,0	13,5	-0,4	29,5	-0,7	11,0	-0,3	-8,5	18,4	-0,2	1,3	17,3
Mar <sup>(p)</sup>	16,4	11,7	1,0	-8,8	-2,3	2,5	-0,1	12,3	13,8	4,8	5,8	3,3
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	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 Mar	10,3	9,6	5,4	7,1	5,1	10,9	3,8	18,7	5,8	6,2	7,5	-0,2
Jun	10,1	9,5	6,7	8,5	9,7	10,2	1,5	15,1	6,5	6,4	5,3	11,1
Sep	10,2	10,7	12,6	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,4	4,2	2,6	3,2	9,9
Dic	10,2	12,1	8,5	3,3	7,7	8,7	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Ene	10,5	11,2	10,8	4,6	23,7	9,5	-3,2	20,9	7,7	1,5	6,2	22,4
Feb	10,3	10,4	16,3	5,4	18,7	11,0	-7,2	18,8	8,7	1,6	6,0	28,6
Mar <sup>(p)</sup>	9,3	9,0	13,9	3,8	-3,9	11,3	-5,8	19,7	7,8	2,4	4,4	27,6

## CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-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
IV	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,3	-0,8	-0,1	-1,4
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	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4
Mar <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,5

### 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
IV	-5,3	-2,6	-0,3	-2,4	-0,4	0,0	-0,4
2005 Ene	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
Feb	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
Mar <sup>(p)</sup>	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0

### 3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II	4.522,7	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 <sup>(p)</sup>	4.708,3	91,4	8,6	5,1	0,4	1,4	1,1	6.779,3	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
II	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
III	3.597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
IV <sup>(p)</sup>	3.653,9	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 IFM<sup>1)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 I	4.224,9	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
II	4.296,3	-	-	-	-	-	8.138,0	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 <sup>(p)</sup>	4.456,8	-	-	-	-	-	8.369,6	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
II	1.322,6	49,2	50,8	30,8	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2002	1.170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1.273,6	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	1.794,2	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 <sup>(p)</sup>	1.422,5	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,2	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	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 <sup>(p)</sup>	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.

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

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 III	3.085,0	248,2	1.404,9	65,3	1.339,6	932,2	234,6	126,3	138,8
IV	3.174,3	235,1	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,6	243,9	133,7	139,1
2004 I	3.356,2	266,5	1.434,5	70,4	1.364,1	1.103,9	263,2	136,9	151,2
II	3.373,2	244,9	1.430,8	69,4	1.361,5	1.121,1	278,5	140,3	157,6
III	3.392,8	246,7	1.472,9	72,1	1.400,8	1.095,2	281,0	144,4	152,6
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	240,3	1.497,8	72,0	1.425,9	1.157,4	293,7	147,0	174,5

### 2. Pasivo

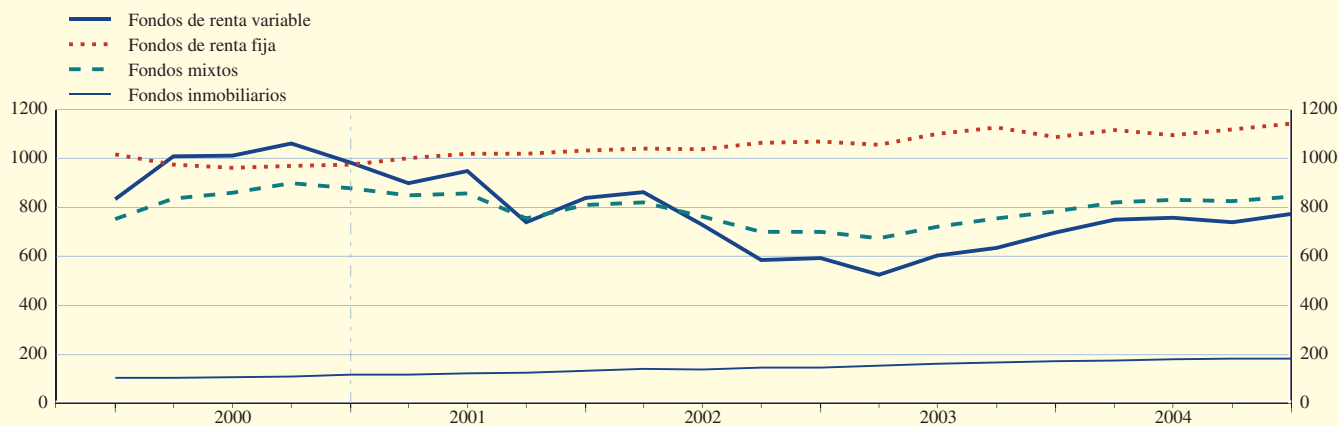
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2003 III	3.085,0	43,2	2.917,0	124,8
IV	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 I	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
II	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
III	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	48,6	3.322,5	139,6

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

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003 III	3.085,0	635,4	1.126,7	753,8	167,7	401,4	2.248,5	836,5
IV	3.174,3	697,8	1.086,3	783,0	171,7	435,5	2.317,7	856,6
2004 I	3.356,2	750,4	1.116,3	820,6	176,2	492,8	2.469,8	886,4
II	3.373,2	756,5	1.094,2	830,0	179,7	512,7	2.479,5	893,7
III	3.392,8	740,1	1.119,0	825,8	182,4	525,5	2.495,4	897,4
IV <sup>(p)</sup>	3.510,7	772,0	1.142,4	844,6	182,7	569,0	2.594,1	916,6

## 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
<b>Fondos de renta variable</b>									
2003 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	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
II	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
III	740,1	31,5	33,1	3,7	29,4	625,2	25,1	-	25,1
IV <sup>(p)</sup>	772,0	28,5	34,1	3,7	30,4	652,8	28,0	-	28,6
<b>Fondos de renta fija</b>									
2003 III	1.126,7	93,6	934,5	30,7	903,8	29,1	21,7	-	47,9
IV	1.086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 I	1.116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
II	1.094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
III	1.119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
IV <sup>(p)</sup>	1.142,4	77,5	943,7	39,9	903,8	36,9	23,4	-	60,9
<b>Fondos mixtos</b>									
2003 III	753,8	50,4	323,8	22,2	301,6	248,3	95,4	0,3	35,6
IV	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 I	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
II	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
III	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
IV <sup>(p)</sup>	844,6	50,4	346,9	20,1	326,8	281,9	121,3	0,2	43,9
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2003 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	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
II	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
III	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
IV <sup>(p)</sup>	182,7	14,7	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,9	8,1

**2. Fondos según el tipo de inversor**

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2003 III	2.248,5	198,9	927,3	736,4	176,6	108,9	100,4
IV	2.317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 I	2.469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
II	2.479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
III	2.495,4	205,7	974,5	872,5	213,2	124,0	105,5
IV <sup>(p)</sup>	2.594,1	201,5	997,2	927,2	222,8	127,5	117,9
<b>Fondos de inversores especiales</b>							
2003 III	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
IV	856,6	43,4	475,8	217,9	60,0	18,3	41,2
2004 I	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
II	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
III	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
IV <sup>(p)</sup>	916,6	38,7	500,6	230,2	70,9	19,5	56,7

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro					Depósitos de la Admón. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales			
				4	5	6	7	8			11
Saldos vivos											
2003 II	15.049,9	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,9
III	15.150,5	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,3
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	348,0
2004 I	15.751,2	5.915,3	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	394,6
II	16.024,9	6.052,5	372,0	5.264,1	2.101,2	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,0
III	16.079,5	6.077,1	383,5	5.284,4	2.104,2	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	205,1	390,8
Operaciones											
2003 II	207,9	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,8
III	130,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,1
IV	151,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 I	129,3	31,0	-1,6	-4,9	-7,5	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	41,9
II	287,0	136,4	21,2	83,1	78,9	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,8
III	108,8	28,9	11,5	24,7	4,6	5,4	11,3	3,4	-19,7	12,4	-1,2
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	23,2
III	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,9
IV	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,9
2004 I	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	25,2
II	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,4
III	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,6	15,2

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
Saldos vivos										
2003 II	1.936,3	165,6	1.770,7	3.587,9	1.751,5	1.836,4	404,6	3.767,6	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	3.835,5	3.464,2	371,3
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	424,1	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	424,2	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	62,0	57,4	4,5
III	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	60,4	57,1	3,3
IV	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	44,4	41,5	2,8
2004 I	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	65,0	60,7	4,3
II	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,7	52,2	48,5	3,7
III	0,3	-5,8	6,1	19,4	18,0	1,4	-2,2	60,1	56,2	3,9
Tasas de crecimiento										
2003 II	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,4	6,7	3,7
III	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,6	6,9	3,5
IV	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,7	6,9	4,8
2004 I	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,1
II	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,8
III	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,0

Fuente: BCE.

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



### 3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos a fin de 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 <sup>1)</sup>				
			De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	253,9
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	275,5
IV	16.586,9	8.469,3	7.397,3	957,2	81,0	876,2	3.660,9	1.167,5	2.493,4	3.851,2	287,4	3.563,8	266,4
2004 I	16.930,8	8.522,1	7.466,3	961,7	85,0	876,8	3.655,4	1.162,9	2.492,5	3.905,0	281,7	3.623,3	305,5
II	17.147,5	8.670,1	7.597,2	954,2	90,4	863,8	3.699,4	1.171,2	2.528,2	4.016,4	293,9	3.722,6	304,4
III	17.224,5	8.748,1	7.674,7	949,8	89,1	860,7	3.701,7	1.152,9	2.548,9	4.096,6	290,6	3.806,0	279,8
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	2,5
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	22,8
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	199,0	49,9	76,1	6,0	4,0	2,0	-14,0	-7,5	-6,5	57,9	-4,2	62,1	34,5
II	264,7	153,5	134,6	-9,2	5,4	-14,6	67,6	14,3	53,3	95,0	8,9	86,1	-1,3
III	136,3	82,7	85,9	-4,1	-1,4	-2,7	4,1	-15,7	19,8	82,7	-2,8	85,4	-21,4
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	-2,1	3,4	7,5	0,3	8,1	22,8
II	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	0,9	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,5
III	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,7	3,8

	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	194,0	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	12,1	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	11,3	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	6,8	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario			Total	De IFM de la zona del euro			Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
					13	14			15	16			17	18
	Saldos vivos													
2003 II	1.072,7	473,0	599,7	64,4	113,8	3.734,0	60,6	44,8	18,4	163,4	3.491,6	2.970,8	520,8	
III	1.106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3.801,3	62,7	44,3	19,0	164,8	3.554,9	3.029,2	525,7	
IV	1.188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3.862,7	51,9	35,4	20,9	189,9	3.600,0	3.069,7	530,3	
2004 I	1.241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3.930,3	61,6	46,3	21,7	190,9	3.656,1	3.115,0	541,1	
II	1.253,4	556,4	697,0	63,8	120,7	3.983,5	69,6	53,7	22,1	193,3	3.698,6	3.154,3	544,2	
III	1.246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4.025,2	69,5	52,5	20,5	185,7	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	3,5	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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,5	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 <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,5	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 <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-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. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	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

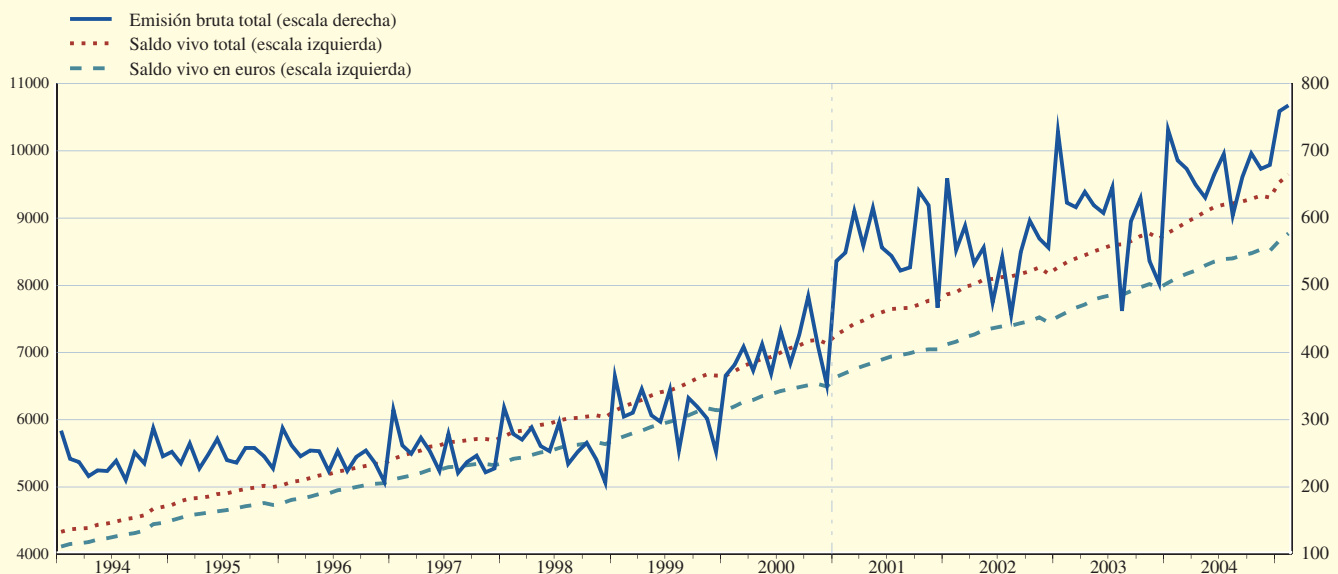
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2004 Feb	9.346,8	698,5	622,8	75,7	8.859,2	685,6	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
Mar	9.454,3	717,7	610,0	107,8	8.943,8	673,0	598,2	74,8	91,3	92,7	95,3	53,9
Abr	9.481,0	649,4	624,5	25,0	9.012,4	649,3	586,8	62,5	91,2	93,2	95,0	47,8
May	9.580,9	649,1	549,4	99,7	9.095,0	630,8	543,4	87,4	91,2	93,9	94,9	76,5
Jun	9.690,3	711,1	600,6	110,5	9.163,2	664,6	596,5	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
Jul	9.709,9	707,8	686,3	21,5	9.204,5	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
Ago	9.739,6	619,7	590,0	29,7	9.215,8	603,6	589,7	13,9	91,2	94,7	94,8	13,1
Sep	9.850,2	725,0	614,5	110,5	9.247,8	661,1	619,7	41,4	91,3	94,9	94,5	42,0
Oct	9.873,5	711,9	689,9	21,9	9.283,3	696,6	655,8	40,8	91,3	93,7	94,9	30,5
Nov	9.963,2	703,2	618,1	85,1	9.334,3	673,4	614,9	58,6	91,4	94,3	94,3	55,7
Dic	9.969,3	705,5	699,0	6,5	9.305,3	679,2	700,2	-21,0	91,5	95,2	95,2	-19,8
2005 Ene	.	.	.	.	9.534,6	759,3	675,5	83,8	90,8	93,8	95,6	66,3
Feb	.	.	.	.	9.649,1	768,1	654,0	114,0	90,9	94,5	95,0	104,1
<b>A largo plazo</b>												
2004 Feb	8.484,4	193,5	109,3	84,2	7.991,1	182,7	98,9	83,8	91,7	92,2	88,0	81,5
Mar	8.545,2	213,5	152,0	61,5	8.055,6	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,5
Abr	8.586,8	163,8	123,9	39,8	8.106,6	155,6	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
May	8.689,0	174,8	71,9	102,8	8.191,0	156,6	67,6	89,0	91,3	89,3	90,8	78,4
Jun	8.776,4	204,2	118,9	85,3	8.264,6	181,1	111,2	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
Jul	8.812,0	190,3	153,1	37,2	8.300,0	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
Ago	8.838,1	87,2	61,5	25,6	8.314,4	75,3	59,5	15,8	91,2	86,9	91,6	11,0
Sep	8.930,7	191,4	100,1	91,3	8.361,9	156,7	102,8	53,9	91,3	91,6	88,9	52,2
Oct	8.965,1	173,8	139,8	34,0	8.380,7	158,1	131,9	26,2	91,3	88,0	93,7	15,6
Nov	9.038,6	168,3	97,9	70,4	8.431,8	154,7	95,2	59,5	91,4	89,1	92,2	50,1
Dic	9.065,1	147,5	121,0	26,5	8.440,4	134,9	117,2	17,8	91,5	91,5	90,2	17,8
2005 Ene	.	.	.	.	8.597,7	195,0	130,5	64,5	91,1	89,7	93,8	52,4
Feb	.	.	.	.	8.701,5	198,5	95,6	102,9	91,2	90,4	88,9	94,5

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

(mm de euros)



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

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

#### 4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

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

##### 1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2003	8.691	3.288	673	589	3.923	219	91,6	85,5	87,7	88,3	97,7	95,4
2004	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 I	8.944	3.403	676	587	4.045	232	91,3	85,2	87,6	87,6	97,4	95,5
II	9.163	3.477	705	604	4.139	239	91,2	84,7	88,5	87,4	97,4	95,5
III	9.248	3.533	710	601	4.163	242	91,3	84,7	89,3	87,3	97,6	95,7
IV	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 Nov	9.334	3.578	736	604	4.167	249	91,4	84,8	90,3	87,6	97,6	95,7
Dic	9.305	3.592	757	593	4.114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2005 Ene	9.535	3.743	757	601	4.178	256	90,8	83,6	90,5	87,6	97,6	95,6
Feb	9.649	3.800	761	607	4.223	258	90,9	83,6	90,8	87,7	97,6	95,7
<b>A corto plazo</b>												
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2004 I	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
II	899	379	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
III	886	369	6	100	405	6	91,2	82,1	96,2	95,5	98,5	85,2
IV	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2004 Nov	903	392	6	99	400	6	92,1	84,2	95,2	95,2	99,0	91,4
Dic	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2005 Ene	937	453	7	99	373	5	88,1	77,2	95,2	96,2	99,1	85,6
Feb	948	456	8	106	372	5	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	86,6
<b>Total a largo plazo <sup>1)</sup></b>												
2003	7.860	2.927	667	495	3.556	216	91,6	86,0	87,5	87,2	97,5	95,5
2004	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 I	8.056	3.029	671	485	3.643	228	91,4	85,7	87,5	86,2	97,3	95,7
II	8.265	3.098	700	495	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,7	97,3	95,8
III	8.362	3.164	703	500	3.758	236	91,3	85,0	89,3	85,7	97,5	95,9
IV	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 Nov	8.432	3.187	730	505	3.767	243	91,4	84,9	90,2	86,1	97,5	95,8
Dic	8.440	3.192	749	503	3.751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2005 Ene	8.598	3.290	750	502	3.805	250	91,1	84,5	90,5	85,9	97,4	95,8
Feb	8.701	3.344	754	500	3.852	252	91,2	84,4	90,8	85,8	97,5	95,9
<b>Del cual: emitidos a tipo fijo</b>												
2003	6.116	1.885	407	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 I	6.246	1.926	412	411	3.324	173	91,5	84,9	80,4	85,6	97,3	95,5
II	6.363	1.943	418	416	3.409	177	91,5	84,6	81,3	84,9	97,3	95,6
III	6.390	1.951	414	414	3.431	180	91,6	84,1	82,5	85,2	97,4	95,8
IV	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 Nov	6.390	1.937	422	415	3.432	184	91,6	83,9	83,7	85,6	97,4	95,5
Dic	6.378	1.929	423	411	3.430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2005 Ene	6.441	1.943	425	410	3.472	191	91,5	83,6	83,9	85,1	97,4	95,6
Feb	6.495	1.958	425	407	3.513	193	91,6	83,6	84,3	85,0	97,4	95,8
<b>Del cual: a tipo variable</b>												
2003	1.587	959	257	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 I	1.646	1.008	256	62	265	55	91,2	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
II	1.725	1.048	278	66	277	57	90,8	86,7	98,9	89,7	97,5	96,2
III	1.783	1.100	287	73	268	56	90,6	86,7	99,0	87,6	97,5	96,3
IV	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 Nov	1.850	1.135	305	76	276	59	90,8	86,7	99,1	88,3	97,6	96,5
Dic	1.881	1.146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2005 Ene	1.890	1.148	322	79	282	59	90,8	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
Feb	1.931	1.180	326	79	286	59	90,7	86,5	99,0	89,0	97,7	96,5

Fuente: BCE.

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

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

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

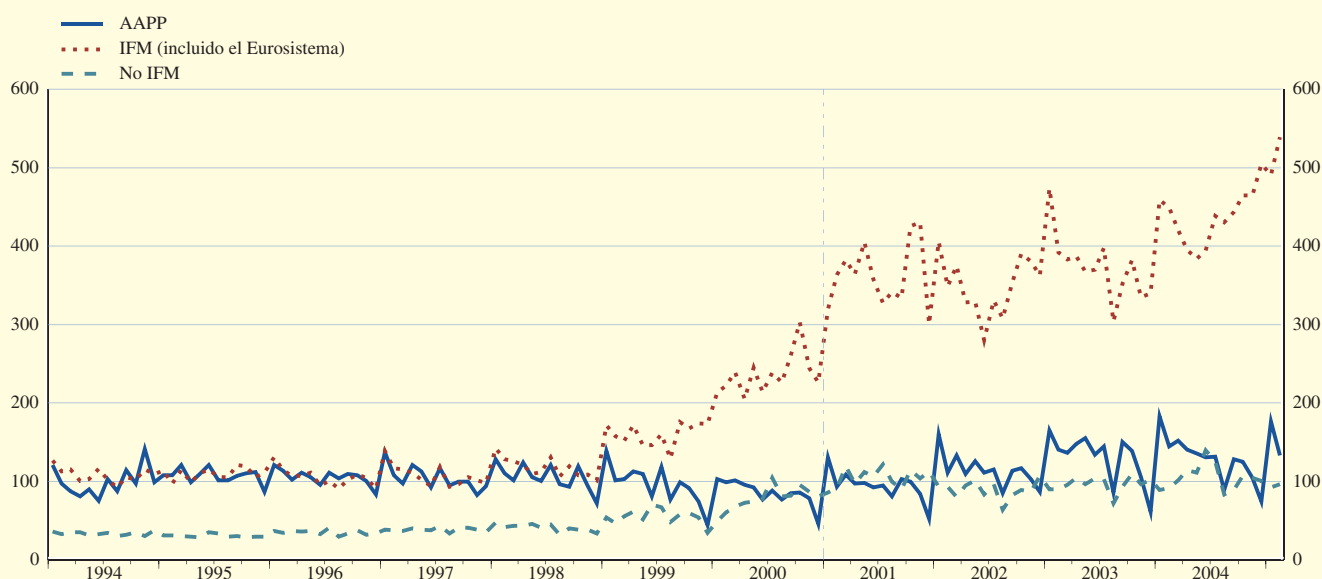
### 2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.205,5	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	86,6	1.284,8	414,3	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.043,5	5.249,7	227,7	1.027,9	1.457,1	81,2	1.192,1	406,7	75,5	60,4	614,0	35,5
2004 I	2.089,8	1.329,0	38,1	243,5	453,0	26,2	377,1	135,9	16,8	11,7	199,7	13,2
II	1.944,7	1.173,3	64,0	300,5	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
III	1.959,8	1.313,3	41,7	255,5	333,2	16,0	248,1	86,5	10,3	14,3	130,9	6,1
IV	2.049,3	1.434,1	83,9	228,4	283,4	19,6	259,1	92,9	26,7	14,7	116,6	8,1
2004 Nov	673,4	464,4	30,3	74,7	95,4	8,8	94,5	33,2	13,4	3,2	40,3	4,3
Dic	679,2	504,9	32,5	67,7	68,9	5,2	70,9	31,6	6,8	3,3	27,3	1,9
2005 Ene	759,3	490,9	9,8	82,2	166,2	10,2	141,9	44,4	4,0	3,6	82,9	6,9
Feb	768,1	538,9	15,0	81,1	125,8	7,4	127,6	51,1	5,1	3,3	63,6	4,6
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a largo plazo					
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,7	336,7	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6.145,9	4.383,4	43,9	930,9	755,6	32,1	615,6	402,4	108,2	31,8	59,7	13,5
2004 I	1.538,7	1.072,1	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,6	11,3	6,6	18,4	4,9
II	1.451,4	969,5	11,1	271,1	191,3	8,5	159,7	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
III	1.554,4	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
IV	1.601,5	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,1	173,3	104,6	45,2	7,4	11,7	4,4
2004 Nov	518,7	393,2	4,3	68,2	50,4	2,7	55,9	34,4	12,5	2,6	4,7	1,7
Dic	544,2	435,9	3,5	61,4	41,2	2,3	57,7	31,6	22,2	2,9	0,0	1,0
2005 Ene	564,4	408,3	4,2	77,3	72,1	2,4	45,0	33,7	1,6	1,2	7,5	0,9
Feb	569,5	429,4	4,6	76,7	56,1	2,7	64,2	53,6	5,3	0,7	4,5	0,1

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

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



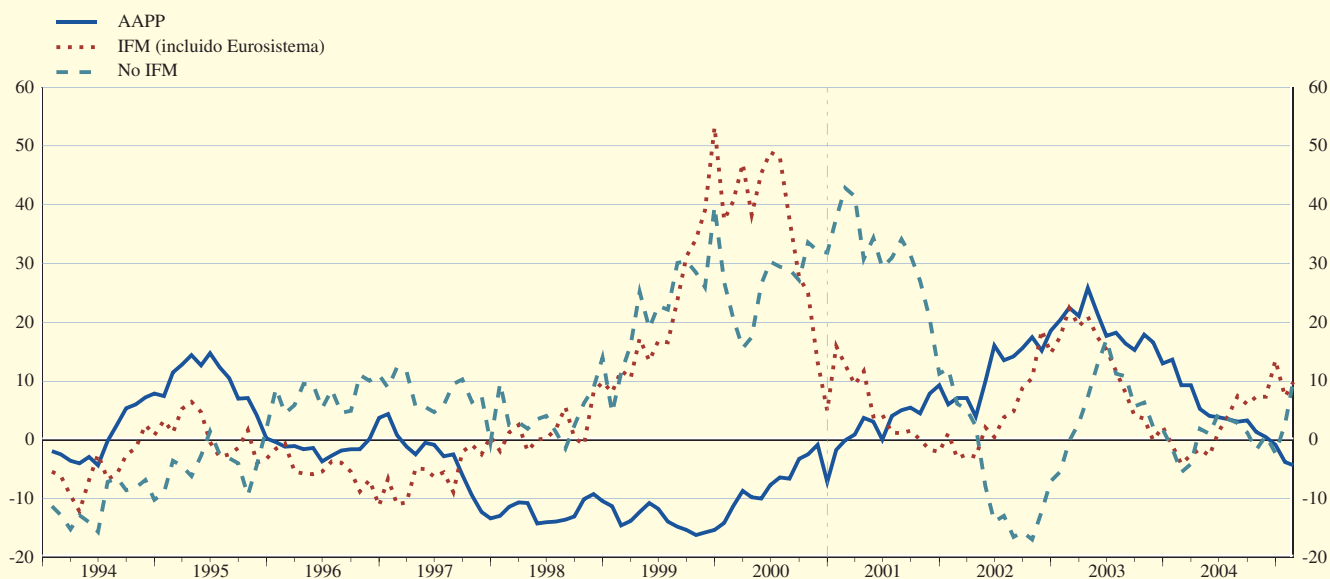
Fuente: BCE.

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

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

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
En todas las monedas												
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	3,3	2,4	-9,6	0,9	4,9	28,7
2004 I	6,9	6,3	20,5	5,9	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
II	7,0	8,0	15,5	2,2	5,0	18,5	1,7	-1,6	-16,6	2,1	5,2	15,4
III	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,1	5,0	-10,7	4,0	3,1	30,6
IV	6,9	9,0	11,8	3,0	4,6	14,4	3,8	8,2	8,9	-1,0	0,5	66,6
2004 Sep	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	6,0	6,2	1,0	2,8	65,4
Oct	6,8	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,5	7,4	4,5	-2,0	0,9	63,5
Nov	6,9	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,4	7,3	7,7	0,3	-0,2	78,5
Dic	7,3	9,6	13,0	1,6	4,9	14,2	5,1	13,5	22,3	-3,9	-1,3	50,3
2005 Ene	7,2	8,9	12,9	3,1	5,0	14,8	1,7	7,3	23,3	1,4	-4,1	31,4
Feb	7,5	9,5	12,2	3,4	5,3	12,7	3,4	9,8	45,7	8,2	-4,6	27,6
En euros												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	25,0	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,8	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	28,1
2004 I	6,7	5,3	24,5	5,9	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
II	6,6	6,7	19,1	1,4	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	2,6	-13,3	4,4	3,0	26,6
IV	6,5	7,7	15,3	1,9	4,6	14,5	3,6	8,0	3,9	0,0	0,6	72,6
2004 Sep	6,7	7,8	14,6	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
Oct	6,4	7,7	14,4	2,1	4,4	14,4	3,2	6,8	0,3	-1,2	1,1	68,5
Nov	6,4	7,4	16,0	2,1	4,5	14,2	3,3	7,7	2,6	1,3	-0,1	92,7
Dic	6,9	8,5	16,4	0,4	4,8	14,4	5,2	15,3	15,1	-2,5	-1,4	48,5
2005 Ene	6,7	7,5	16,3	2,4	4,8	14,9	1,9	8,3	17,4	3,3	-4,0	26,9
Feb	7,0	7,9	15,5	2,8	5,2	12,8	3,6	10,9	41,2	10,5	-4,5	24,1

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



Fuente: BCE.

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

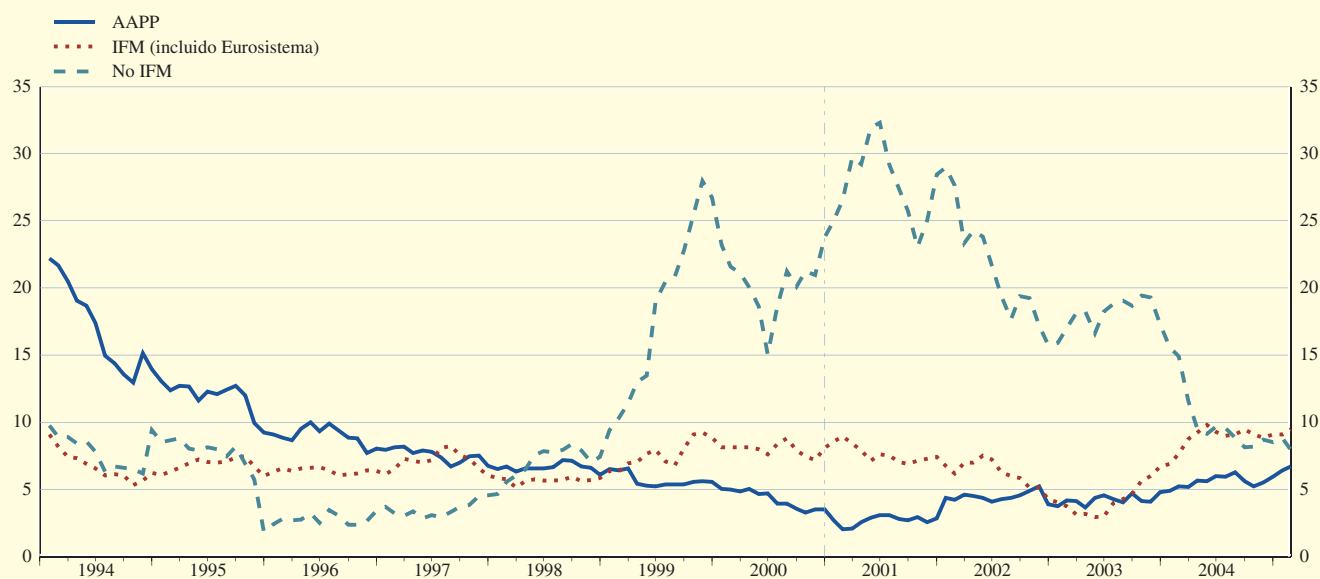
#### 4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup> (cont.)

(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	53,3	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,1	7,6	3,1	5,7	14,7	16,5	18,3	29,6	8,3	0,3	26,5
2004 I	5,6	3,1	12,6	8,5	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,8	-4,4	33,6
II	5,4	3,8	9,5	2,5	5,8	15,2	16,1	18,8	27,8	-2,3	0,8	30,2
III	4,9	3,0	4,9	1,1	6,1	13,5	17,8	19,0	29,6	18,4	3,0	25,2
IV	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,2	18,0	20,1	24,8	29,5	2,0	18,8
2004 Sep	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	24,8	25,0	0,3	20,0
Oct	4,2	2,3	3,5	1,7	5,4	12,0	17,6	20,4	24,2	26,9	0,1	18,6
Nov	4,1	1,8	5,0	0,4	5,5	11,7	18,6	20,4	24,9	32,6	3,5	19,1
Dic	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,6	18,3	19,1	25,9	33,1	4,8	17,2
2005 Ene	4,8	3,0	5,3	-0,8	6,0	14,7	18,3	18,5	24,7	30,1	9,1	14,3
Feb	4,9	2,8	4,2	-1,7	6,7	12,7	18,6	20,1	24,2	28,1	6,7	11,8
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	43,8
2004	4,8	1,3	11,9	1,8	5,8	14,7	16,0	17,6	29,7	8,6	0,3	25,4
2004 I	5,4	1,6	17,1	8,1	5,4	17,7	13,4	14,4	37,4	-6,0	-4,6	32,1
II	5,1	2,0	13,9	1,0	5,8	15,0	15,7	18,1	27,9	-0,3	0,8	28,9
III	4,7	1,2	9,2	-0,5	6,2	13,8	17,2	18,1	29,8	16,0	3,0	24,1
IV	4,0	0,4	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,4	19,4	25,2	27,0	2,0	18,1
2004 Sep	4,4	1,3	7,5	-0,6	5,9	13,5	16,7	19,2	25,1	22,3	0,2	18,9
Oct	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,4	17,0	19,9	24,5	24,1	0,1	17,8
Nov	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,3	29,9	3,6	18,2
Dic	4,2	0,7	8,9	-3,0	5,8	12,7	17,7	18,2	26,2	32,1	4,8	18,0
2005 Ene	4,4	0,8	9,7	-2,3	5,9	14,7	17,7	17,4	25,0	29,3	9,2	15,0
Feb	4,5	0,4	8,2	-3,4	6,6	12,7	17,7	18,7	24,5	27,4	6,7	12,3

#### 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 euro<sup>1)</sup>

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

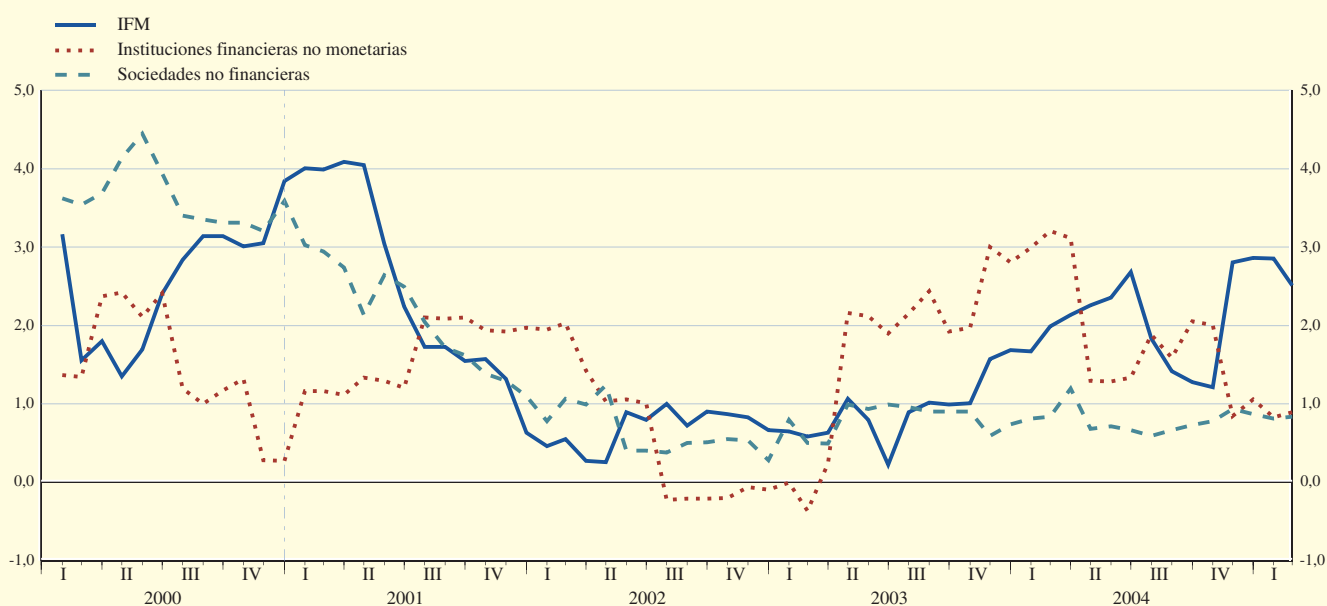
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de 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 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	405,6	1,1	2.985,3	0,9
2005 Ene	4.139,3	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,8	3.064,5	0,8
Feb	4.255,7	102,6	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.142,7	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 euro<sup>1)</sup>

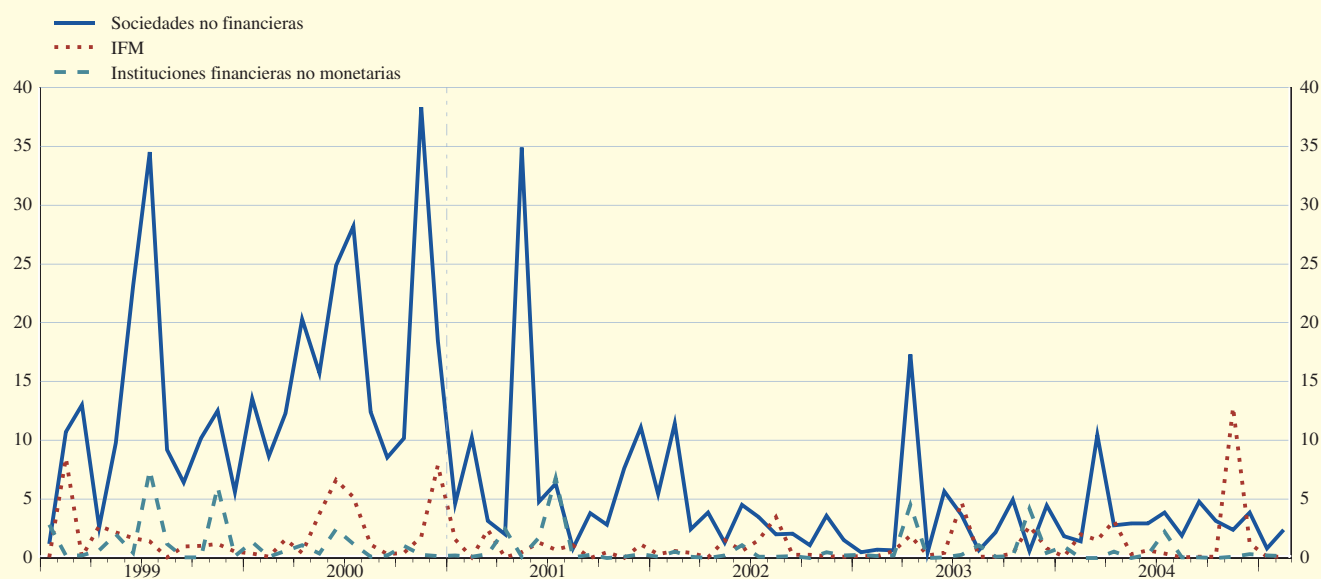
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2003 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	0,5	2,7	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,5	2,7
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
Feb	2,6	0,6	2,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	0,5	1,9

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

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 Mar	0,71	1,91	2,13	2,31	1,94	2,60	0,87	1,96	2,16	3,35	1,97
Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	1,96	2,57	0,87	1,97	2,04	3,46	1,95
May	0,71	1,86	2,15	2,43	1,94	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	1,96	2,55	0,87	1,99	2,27	3,76	1,97
Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,98
Ago	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	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	2,53	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,26	2,05
Feb	0,74	1,94	2,19	2,32	1,97	2,49	0,92	2,04	2,25	3,52	2,03

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 Mar	9,86	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	9,91	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	9,81	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	9,79	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	9,79	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	9,86	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	6,97	6,81	8,32	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Feb	9,66	6,20	6,84	8,19	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49

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

	Descubiertos en cuenta <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	
2004 Mar		5,48	3,95	4,81	4,73	2,95	3,28	4,37
Abr		5,44	3,88	4,75	4,70	3,00	3,28	4,21
May		5,41	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Jun		5,40	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Jul		5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Ago		5,44	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
Feb		5,32	3,91	4,77	4,36	3,02	3,34	3,82

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1), 2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		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 Mar	0,71	1,92	3,32	1,94	2,60	0,87	2,08	4,08	1,96
Abr	0,70	1,90	3,31	1,96	2,57	0,87	2,07	4,03	1,94
May	0,71	1,89	3,27	1,94	2,56	0,86	2,07	4,04	1,95
Jun	0,70	1,88	3,28	1,96	2,55	0,87	2,09	4,03	1,96
Jul	0,70	1,89	3,26	1,94	2,55	0,86	2,09	4,03	1,97
Ago	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98
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	2,10	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	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,68	2,01
Feb	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,67	2,00

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

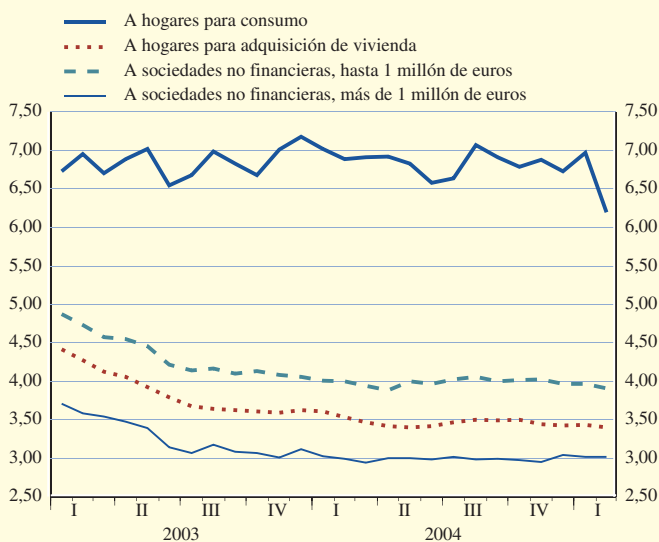
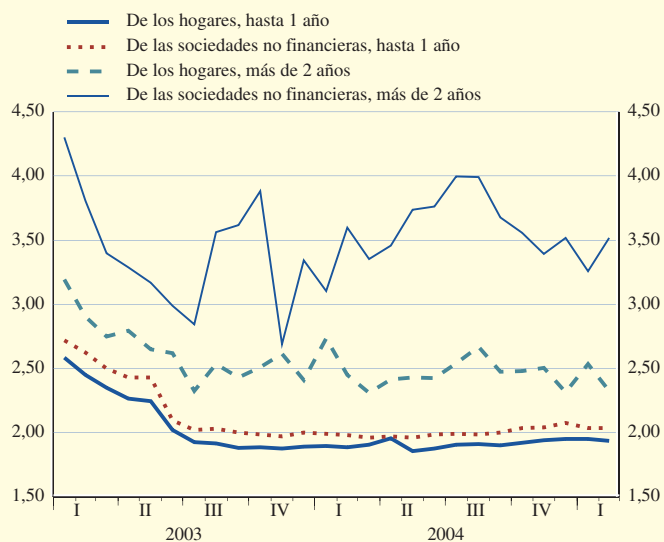
	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 Mar	4,92	4,79	5,05	8,26	7,25	5,91	4,45	4,05	4,61	
Abr	4,86	4,75	5,02	8,27	7,20	5,87	4,43	4,02	4,58	
May	4,87	4,73	4,99	8,22	7,15	5,83	4,41	3,99	4,54	
Jun	4,84	4,71	4,97	8,13	7,15	5,90	4,44	4,00	4,54	
Jul	4,84	4,64	4,94	8,16	7,11	5,85	4,44	4,00	4,52	
Ago	4,81	4,60	4,91	8,17	7,07	5,86	4,43	3,97	4,51	
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	6,97	5,77	4,42	3,90	4,41	
Feb	4,62	4,45	4,76	8,06	7,02	5,76	4,40	3,92	4,46	

#### C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

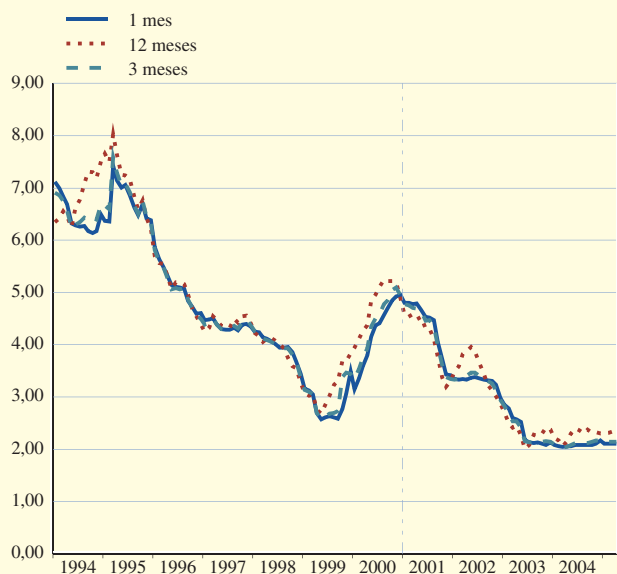
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
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 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
Abr	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05

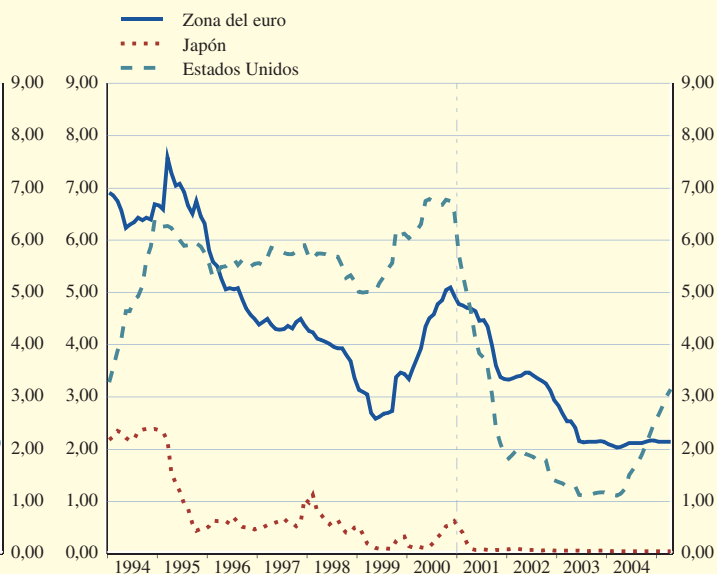
#### C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



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

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

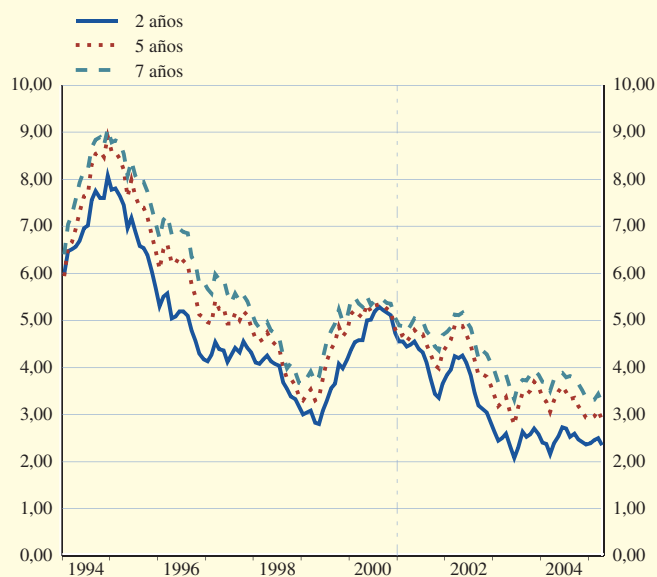
## 4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
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 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
Abr	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32

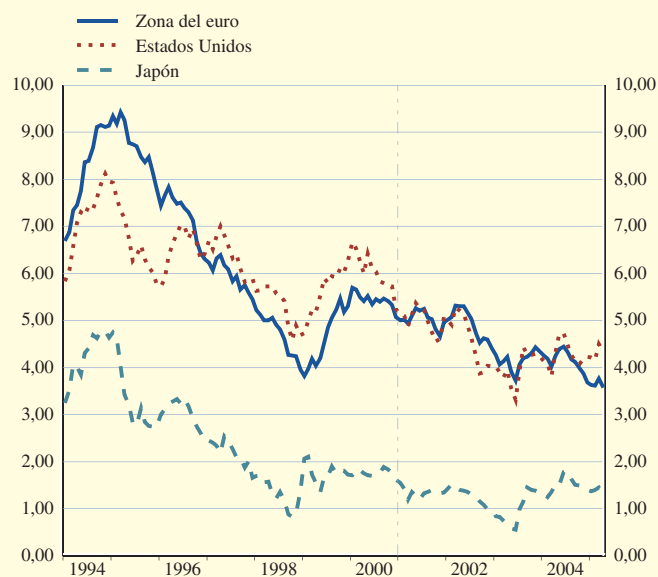
## C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



## C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

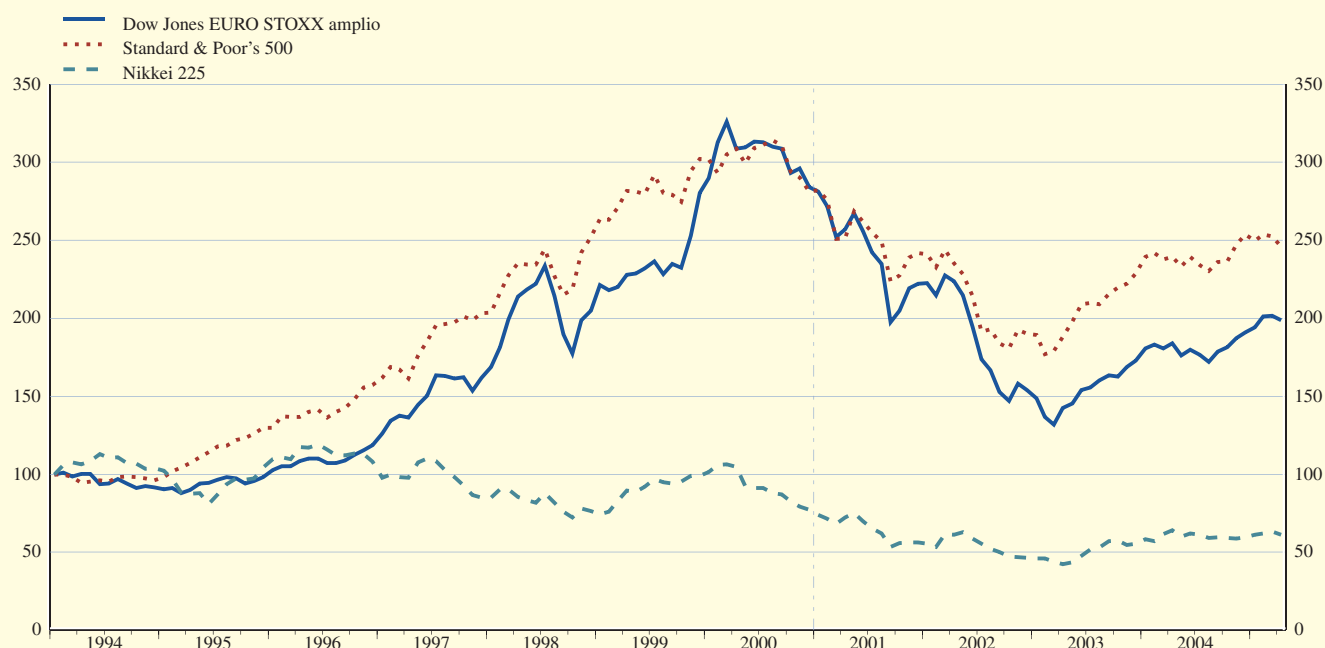
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
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 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
Abr	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2

#### C25 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total				Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,6	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	-	-	-	-	-	-
2004 I	114,4	1,7	1,1	2,6	0,6	1,0	-0,5	0,3	1,2	0,7
II	115,8	2,3	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,2	0,2	3,3	0,6
III	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
IV	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,1	1,8	0,6
2005 I	116,7	2,0	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2004 Nov	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,2	0,0	-1,2	0,2
Dic	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,6	0,0	-1,8	0,2
2005 Ene	116,2	1,9	1,6	2,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,3	0,1
Feb	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,7	-0,1	1,4	0,2
Mar	117,4	2,1	1,9	2,5	0,4	0,1	0,6	0,1	2,4	0,3
Abr <sup>2)</sup>	.	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 <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	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
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
2005 I	1,6	2,3	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,4
2004 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
Mar	1,5	1,6	1,3	2,1	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,5	3,4

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 <sup>1)</sup>	Precios del petróleo <sup>2)</sup> (euros por barril)		
	Industria, excluida construcción									Construcción <sup>3)</sup>			Industria manufacturera	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		Total	Total excluida energía		
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>4)</sup>	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5	89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	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	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	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	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
IV	107,2	3,8	2,8	5,4	1,1	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 I	108,2	4,1	2,8	5,0	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	.	3,8	22,9	1,9	36,6
2004 Nov	107,3	3,7	2,7	5,5	1,1	1,0	1,2	0,9	8,3	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dic	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,1	1,5	7,0	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 Ene	107,7	3,9	2,9	5,5	1,6	1,3	1,3	1,3	8,4	-	3,7	20,7	3,1	33,6
Feb	108,1	4,2	2,9	5,1	1,6	1,3	1,5	1,2	10,0	-	3,9	23,7	3,1	35,2
Mar	108,8	4,2	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,5	-	3,8	24,1	-0,4	40,4
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	22,2	-1,9	41,4

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

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

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 12 y 13), Thomson Financial Datastream (columna 14), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 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, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>								
2001	102,5	2,5	3,9	2,4	3,2	0,8	3,4	2,7
2002	104,8	2,2	0,1	0,7	2,6	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	3,9	1,1	3,8	1,9	1,4	3,0
2004	107,9	0,9	-5,9	-1,6	2,6	0,3	2,5	2,2
2003 IV	107,2	1,6	1,4	0,0	3,7	2,0	1,6	2,3
2004 I	107,5	1,2	-6,0	-0,4	2,1	1,0	2,2	2,7
II	107,9	0,8	-7,7	-2,9	1,6	-0,5	2,2	3,2
III	107,9	0,5	-4,6	-2,7	4,0	0,5	3,2	1,0
IV	108,4	1,1	-5,3	-0,2	2,6	0,0	2,3	1,8
Remuneración por asalariado								
2001	102,9	2,9	1,9	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,6	3,0	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,1	3,2	3,2	2,1	1,6	2,4
2004	110,4	2,2	0,2	2,3	2,7	1,9	1,1	3,1
2003 IV	108,7	2,2	2,4	3,0	3,2	1,8	1,5	2,3
2004 I	109,7	2,5	-1,3	3,3	3,2	2,0	1,0	3,3
II	110,4	2,5	-0,8	2,3	2,2	1,5	1,1	4,4
III	110,5	1,8	2,8	1,6	2,9	2,1	1,5	2,0
IV	111,0	2,0	0,0	1,9	2,4	1,9	0,9	2,9
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>								
2001	100,3	0,3	-1,9	0,3	-0,2	1,9	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	0,3	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-0,8	2,1	-0,6	0,2	0,1	-0,6
2004	102,3	1,3	6,5	3,9	0,1	1,6	-1,3	0,9
2003 IV	101,5	0,6	0,9	3,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
2004 I	102,1	1,3	5,1	3,8	1,0	1,0	-1,2	0,6
II	102,3	1,7	7,4	5,4	0,7	2,0	-1,1	1,1
III	102,4	1,3	7,8	4,5	-1,0	1,6	-1,6	1,0
IV	102,4	0,9	5,6	2,1	-0,2	1,9	-1,3	1,0

### 5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.850,3	6.728,2	3.927,5	1.373,4	1.442,1	-14,7	122,1	2.559,6	2.437,5
2002	7.086,0	6.897,9	4.041,8	1.445,8	1.431,0	-20,7	188,1	2.598,2	2.410,2
2003	7.272,2	7.111,1	4.166,0	1.500,7	1.442,9	1,5	161,1	2.594,4	2.433,3
2004	7.546,5	7.388,1	4.294,1	1.548,4	1.507,0	38,6	158,5	2.771,2	2.612,7
2003 IV	1.841,1	1.798,0	1.050,0	379,0	366,4	2,6	43,1	656,6	613,6
2004 I	1.863,4	1.816,7	1.062,6	382,3	369,2	2,6	46,8	665,4	618,6
II	1.884,5	1.839,7	1.068,8	387,5	374,9	8,5	44,9	692,4	647,5
III	1.894,2	1.859,8	1.076,4	388,1	379,6	15,7	34,4	704,0	669,7
IV	1.904,4	1.871,9	1.086,3	390,5	383,3	11,9	32,5	709,3	676,9
<i>en porcentaje del PIB</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	20,0	0,5	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	0,9	0,0	0,5	1,2	-	-	0,7	2,0
2004 I	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,2	-	-	1,4	0,3
II	0,5	0,3	0,0	0,3	0,5	-	-	3,1	2,9
III	0,3	0,9	0,1	0,6	0,5	-	-	1,0	2,6
IV	0,2	0,3	0,6	0,2	0,6	-	-	0,3	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,6	0,9	1,9	2,5	-0,3	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,6	-	-	1,9	0,4
2003	0,5	1,2	1,1	1,6	-0,4	-	-	0,4	2,2
2004	2,1	2,0	1,2	1,6	2,1	-	-	6,3	6,5
2003 IV	0,8	1,5	0,6	1,5	0,4	-	-	0,5	2,3
2004 I	1,5	1,2	1,1	1,8	1,1	-	-	3,4	2,7
II	2,2	1,6	1,0	1,6	2,0	-	-	7,8	6,6
III	1,8	2,4	0,8	1,6	2,0	-	-	6,3	8,0
IV	1,6	1,8	1,4	1,4	1,4	-	-	5,9	6,6
<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	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,3	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	-	-
2003 IV	0,8	1,4	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,6	-	-
2004 I	1,5	1,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,3	-	-
II	2,2	1,5	0,6	0,3	0,4	0,2	0,6	-	-
III	1,8	2,3	0,5	0,3	0,4	1,1	-0,5	-	-
IV	1,6	1,7	0,8	0,3	0,3	0,4	-0,1	-	-

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 <sup>1)</sup>	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos	
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2001	6.345,1	150,4	1.407,1	351,6	1.349,8	1.720,8	1.365,4	212,2	717,4
2002	6.565,8	147,8	1.431,4	364,5	1.391,0	1.796,3	1.434,9	222,7	742,9
2003	6.736,4	151,5	1.438,4	374,8	1.419,3	1.868,4	1.484,1	231,5	767,3
2004	6.990,2	151,9	1.494,2	393,7	1.457,5	1.957,8	1.535,1	243,4	799,7
2003 IV	1.704,8	38,6	363,6	95,4	358,1	474,5	374,7	58,2	194,5
2004 I	1.725,0	38,2	367,1	96,5	360,9	481,4	380,9	59,8	198,2
II	1.747,8	38,2	374,2	98,3	364,3	487,9	384,9	61,3	198,1
III	1.754,1	37,6	376,5	98,6	365,9	492,3	383,2	60,5	200,6
IV	1.763,4	38,0	376,3	100,3	366,4	496,3	386,1	61,7	202,7
<i>en porcentaje del valor añadido</i>									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	20,9	28,0	22,0	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU, a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2003 IV	0,4	1,8	0,9	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,3
2004 I	0,7	3,7	0,8	0,5	1,0	0,3	0,6	1,0	0,7
II	0,7	1,2	1,0	0,3	0,9	0,7	0,4	1,1	-2,0
III	0,1	0,2	0,0	-0,6	0,4	-0,1	0,2	-0,5	1,6
IV	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,8	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>									
2001	1,9	-2,5	0,6	0,0	3,2	2,9	1,7	4,7	0,1
2002	1,0	0,6	0,3	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,4
2003	0,5	-3,3	0,0	-0,6	0,6	1,5	0,6	2,1	1,0
2004	2,2	5,5	2,9	0,9	2,7	1,5	1,8	2,1	0,5
2003 IV	0,8	-1,2	0,9	-0,4	0,6	1,4	0,8	1,1	1,0
2004 I	1,5	3,1	1,3	0,7	1,7	1,3	1,5	1,6	2,2
II	2,5	6,0	3,7	0,7	2,7	1,8	1,8	2,8	-0,6
III	2,0	7,1	2,8	0,2	2,3	1,1	1,7	1,7	0,6
IV	1,8	5,5	1,5	0,4	2,5	1,3	1,8	2,4	0,4
<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	2,2	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,4	-	-
2003 IV	0,8	0,0	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004 I	1,5	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,3	-	-
II	2,5	0,1	0,8	0,0	0,6	0,5	0,4	-	-
III	2,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,3	0,4	-	-
IV	1,8	0,1	0,3	0,0	0,5	0,4	0,4	-	-

Fuente: Eurostat.

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

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción							Construcción	Industria manufacturera	
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	100,1	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0	0,0
2004	2,2	102,1	1,9	1,9	1,9	2,9	0,6	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 I	1,4	101,3	1,1	1,1	0,8	0,7	0,5	1,0	0,5	2,1	1,4	1,0
II	3,2	102,2	3,0	3,2	2,7	4,6	1,5	3,0	1,3	2,8	-0,1	3,3
III	2,9	102,5	2,8	2,9	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,5	-0,1	3,0
IV	1,1	102,2	1,0	0,5	1,1	1,5	-0,2	-3,5	0,4	2,3	-0,2	0,7
2004 Sep	3,3	102,8	3,6	3,6	3,3	6,3	0,7	-1,3	1,1	4,5	-0,4	3,7
Oct	1,3	102,3	1,2	1,1	1,3	4,5	-0,8	-2,4	-0,5	-1,0	-1,5	1,2
Nov	-0,5	102,0	0,7	-0,2	0,8	0,7	-0,6	-4,3	0,1	3,5	-1,1	0,1
Dic	2,7	102,3	1,1	0,6	1,2	-0,8	1,1	-3,8	1,9	4,3	2,3	0,7
2005 Ene	.	102,7	2,0	2,6	3,3	2,7	1,5	-2,5	2,2	0,0	.	2,6
Feb	.	102,1	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,1	-4,3	0,7	2,2	.	0,1
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2004 Sep	0,1	-	0,8	0,6	0,4	1,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,4	0,6
Oct	-0,4	-	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-0,7	-0,7
Nov	-0,8	-	-0,3	-0,6	0,0	-1,8	-0,2	-1,3	-0,1	0,5	0,3	-0,5
Dic	1,6	-	0,3	0,5	0,5	-0,6	1,1	0,1	1,3	1,5	3,7	0,5
2005 Ene	.	-	0,3	0,8	0,9	1,2	0,2	0,7	0,1	-2,3	.	0,6
Feb	.	-	-0,5	-1,1	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	-0,8	4,1	.	-1,1

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles <sup>3)</sup>	Total
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,1	8,4	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 II	107,4	12,0	106,0	6,3	1,1	102,2	-0,1	-0,4	0,2	-0,3	2,3	927	3,0
III	105,4	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,7	1,8	903	-3,5
IV	110,3	10,1	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2005 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	919	0,4
2004 Oct	106,3	0,3	104,6	1,6	0,1	102,2	-0,6	-1,0	-0,4	-1,7	0,7	947	3,9
Nov	108,1	13,3	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,4	0,5	2,5	0,9	953	4,8
Dic	116,6	17,0	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,3	1,1	925	1,8
2005 Ene	108,6	6,8	106,1	5,1	0,7	102,6	-0,7	-0,9	0,1	-1,9	-1,4	920	1,4
Feb	106,0	3,3	107,1	3,6	1,9	102,7	0,8	1,5	0,5	-0,9	0,6	908	-2,2
Mar	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	928	1,7
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>													
2004 Oct	-	0,1	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,4	0,2	1,3	-0,1	-	2,2
Nov	-	1,6	-	3,5	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,6
Dic	-	7,9	-	0,3	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,5	-	-2,9
2005 Ene	-	-6,9	-	-2,3	0,5	-	0,4	-0,1	0,9	0,9	-0,2	-	-0,6
Feb	-	-2,3	-	1,0	0,2	-	0,2	0,5	-0,4	-0,8	0,7	-	-1,3
Mar	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,2

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

1) En el año 2000.

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

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

## 5.2 Producto y demanda

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

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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores <sup>3)</sup>				
		Indicador confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-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	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2005 I	99,0	-6	-15	11	6	81,4	-13	-3	-13	29	-8
2004 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	81,9	-13	-3	-13	28	-7
Feb	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
Mar	97,5	-8	-17	12	6	-	-14	-3	-13	31	-9
Abr	96,5	-9	-19	13	5	80,9	-13	-3	-14	29	-8

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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	11	6	7	18
2004 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
Abr	-14	-20	-7	-8	-11	14	1	8	1	6	17

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

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

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,3	15,7	4,6	18,4	7,1	25,1	14,9	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	133,570	1,3	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,5	1,4	3,8	1,4
2002	134,350	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,4	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,589	0,2	0,2	0,1	-2,3	-1,9	0,0	0,5	1,3	1,2
2004	135,292	0,5	0,3	1,5	-0,7	-1,6	1,1	0,6	2,8	0,7
2003 IV	134,552	0,2	0,1	0,4	-1,8	-2,1	-0,1	0,9	1,2	0,9
2004 I	134,681	0,3	0,2	0,8	-1,8	-2,4	-0,4	0,8	2,7	0,8
II	135,024	0,5	0,3	1,5	-1,1	-1,7	0,1	0,7	3,1	0,6
III	135,266	0,6	0,3	2,0	-0,2	-1,7	2,2	0,4	2,8	0,7
IV	135,472	0,8	0,7	1,6	0,4	-0,6	2,6	0,5	2,6	0,8
<i>tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2003 IV	0,012	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	0,5	0,2
2004 I	0,129	0,1	0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,2	0,0	1,2	0,3
II	0,343	0,3	0,1	0,9	0,0	0,2	0,5	0,3	0,5	0,2
III	0,242	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	0,9	0,3	0,6	0,1
IV	0,206	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,2

#### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total <sup>2)</sup>	100,0		78,6		21,4		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,955	7,8	8,057	6,6	2,898	16,1	5,005	6,3	5,950	9,9
2002	11,661	8,2	8,675	7,0	2,986	16,7	5,465	6,8	6,195	10,1
2003	12,400	8,7	9,324	7,4	3,076	17,6	5,901	7,3	6,499	10,4
2004	12,706	8,8	9,622	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,628	10,5
2004 I	12,691	8,8	9,545	7,6	3,146	18,1	6,054	7,5	6,637	10,6
II	12,733	8,9	9,600	7,6	3,133	18,1	6,064	7,5	6,669	10,6
III	12,715	8,8	9,658	7,6	3,057	17,8	6,041	7,5	6,674	10,6
IV	12,691	8,8	9,684	7,6	3,007	17,7	6,164	7,6	6,527	10,3
2005 I	12,769	8,8	9,519	7,5	3,250	18,9	6,112	7,5	6,657	10,5
2004 Oct	12,780	8,8	9,752	7,7	3,029	17,8	6,229	7,7	6,552	10,4
Nov	12,636	8,8	9,711	7,6	2,925	17,3	6,212	7,7	6,424	10,2
Dic	12,656	8,8	9,589	7,5	3,067	17,9	6,051	7,5	6,605	10,4
2005 Ene	12,722	8,8	9,501	7,5	3,221	18,7	6,148	7,6	6,574	10,4
Feb	12,782	8,8	9,573	7,5	3,209	18,6	6,054	7,5	6,729	10,6
Mar	12,803	8,9	9,484	7,5	3,319	19,2	6,134	7,6	6,669	10,5

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).

- Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.
- En el 2004.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



# FINANZAS PÚBLICAS

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

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,3	46,9	11,8	9,1	2,3	13,3	0,8	17,4	8,6	5,5	2,4	0,4	0,3	42,8
1997	47,6	47,1	12,0	9,1	2,6	13,5	0,7	17,4	8,6	5,5	2,4	0,5	0,4	43,2
1998	47,1	46,8	12,3	9,6	2,3	14,1	0,7	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
1999	47,6	47,3	12,7	9,8	2,6	14,3	0,6	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2000	47,3	47,0	12,9	9,9	2,7	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,4
2001	46,6	46,3	12,5	9,7	2,5	13,8	0,6	15,9	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	42,5
2002	46,0	45,7	12,1	9,5	2,3	13,8	0,4	15,9	8,3	4,7	2,3	0,3	0,3	42,1
2003	46,2	45,4	11,7	9,3	2,1	13,8	0,4	16,1	8,4	4,8	2,3	0,7	0,6	42,2
2004	45,7	45,2	11,6	9,0	2,3	13,9	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,5	0,4	41,9

### 2. Zona del euro - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,6	47,8	11,1	4,8	5,7	26,1	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,9
1997	50,2	46,6	11,0	4,8	5,1	25,8	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,1
1998	49,4	45,6	10,7	4,7	4,7	25,5	22,5	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,6
1999	48,9	45,0	10,6	4,8	4,1	25,4	22,4	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2000	48,3	44,4	10,5	4,8	4,0	25,1	22,1	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,3
2001	48,4	44,4	10,5	4,8	3,9	25,2	22,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,5
2002	48,5	44,6	10,6	4,9	3,6	25,5	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9
2003	49,0	45,0	10,7	5,0	3,4	25,9	23,1	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,6
2004	48,5	44,5	10,6	4,9	3,3	25,7	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,4	11,1	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,2	11,0	4,8	5,0	1,8	2,4	8,5	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,8	19,9	10,6	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,5	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2001	-1,8	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,1	20,0	10,5	4,8	5,1	1,8	2,2	8,3	11,8
2002	-2,5	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,1	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,4	12,0
2003	-2,9	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	0,6	20,7	10,7	5,0	5,4	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,3	-0,4	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,6	4,9	5,3	1,8	2,2	8,3	12,2

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.



## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,2	2,7	13,2	3,7	50,7	45,0	23,4	10,3	11,3	25,3
2001	69,2	2,7	12,5	3,9	50,1	42,9	22,0	9,7	11,2	26,2
2002	69,1	2,7	11,8	4,6	50,0	40,4	20,5	8,7	11,3	28,7
2003	70,5	2,0	12,4	5,0	51,1	39,9	21,0	9,4	9,6	30,5
2004	70,9	2,1	11,9	4,8	52,0	39,4	20,2	9,6	9,5	31,6

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes <sup>5)</sup>	Otras monedas
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,2	59,0	6,0	5,0	0,3	8,2	62,1	3,5	15,1	28,5	26,6	68,5	1,8
2001	69,2	57,9	6,2	4,8	0,3	8,6	60,6	2,1	15,7	26,7	26,8	67,7	1,5
2002	69,1	57,6	6,4	4,8	0,3	8,9	60,2	1,9	16,6	25,5	27,1	67,8	1,4
2003	70,5	58,0	6,7	5,2	0,6	8,9	61,5	1,8	15,4	26,6	28,4	69,4	1,0
2004	70,9	58,4	6,8	5,3	0,4	9,9	61,1	0,8	15,6	27,3	28,1	70,0	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 deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efecto agregación <sup>5)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>6)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>7)</sup>
1996	3,9	4,4	-0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,4	0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,6	1,9	2,1
1998	1,7	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,1	-0,7	1,6	2,8
1999	1,9	1,5	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-1,2	3,2	-2,0	0,5	-3,1	3,9
2000	1,1	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,7	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,7	3,3
2003	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,5	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	2,8	1,0	0,0	0,6	2,2

### 2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>8)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>9)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>10)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>11)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2
1997	2,0	-2,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,0
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,7	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,7	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,4
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
2003	3,1	-2,9	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3
2004	3,1	-2,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-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 trimestrales<sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
1999 I	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
II	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
III	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
IV	52,1	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	44,5	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	42,6	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	43,9	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	0,6	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	12,8	12,9	15,8	2,0	1,5	0,6	0,4	41,9
III	44,4	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
IV	50,7	50,1	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,5
2003 I	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	47,1	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,6	1,3	42,8
III	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	2,0	0,6	0,5	0,3	40,2
IV	51,2	50,0	13,5	14,8	16,7	3,1	0,8	1,2	0,4	45,4
2004 I	42,6	42,1	9,8	13,2	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	39,0
II	46,2	45,3	12,4	13,2	15,7	2,1	0,9	0,9	0,7	42,0
III	43,8	43,4	10,9	12,9	15,7	2,0	0,6	0,5	0,3	39,9
IV	51,4	50,3	13,4	15,0	16,7	3,1	0,7	1,1	0,5	45,7

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	12	13
1999 I	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
II	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
III	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
IV	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 I	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
II	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,3
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	46,0	42,6	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,4	2,0	1,5	-2,9	1,2
II	47,2	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,5	2,4	1,1	0,5	4,5
III	47,1	43,3	10,1	4,6	4,0	24,6	21,4	1,5	3,8	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	43,1	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,9	0,0
II	47,5	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
III	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,8	2,6	1,2	-3,3	0,4
IV	52,4	47,8	11,4	5,7	3,5	27,2	23,6	1,5	4,6	2,9	1,6	-1,7	1,9
2003 I	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,8
II	48,4	44,8	10,7	4,8	3,6	25,9	22,4	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,3
III	48,0	44,3	10,4	4,7	3,4	25,7	22,2	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,1	-0,7
IV	52,9	47,9	11,3	5,8	3,3	27,6	23,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,7	1,6
2004 I	47,2	43,8	10,5	4,4	3,4	25,5	22,0	1,0	3,4	2,0	1,4	-4,6	-1,2
II	47,9	44,5	10,6	4,8	3,3	25,7	22,1	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,6
III	47,3	43,9	10,1	4,5	3,3	25,8	22,2	1,3	3,5	2,5	0,9	-3,5	-0,2
IV	52,7	47,5	11,2	5,8	3,2	27,4	23,6	1,4	5,2	3,2	1,9	-1,3	1,9

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

- 1) 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.
- 2) 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

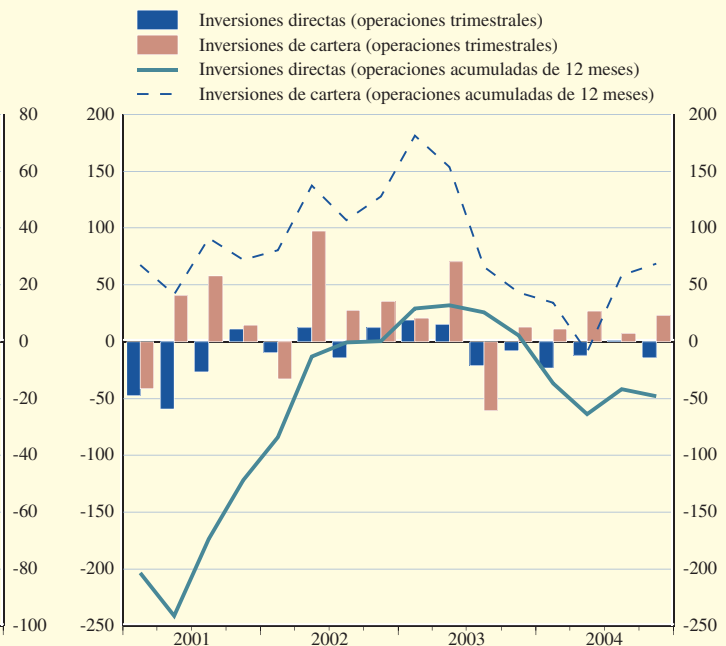
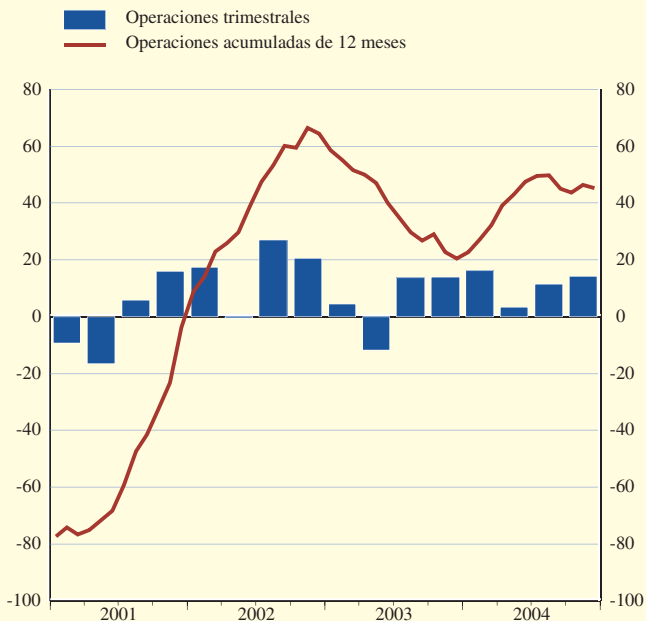
	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	45,2	103,4	27,2	-29,8	-55,6	17,2	62,5	24,5	-47,9	68,6	-2,0	-6,6	12,4	-86,9
2004 IV	14,0	28,8	6,0	-8,0	-12,7	7,5	21,5	-3,9	-8,0	12,9	-3,6	-18,9	13,6	-17,6
2004 I	16,2	27,7	1,8	-6,4	-7,0	3,4	19,6	5,5	-23,0	11,3	5,3	2,6	9,3	-25,1
II	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
III	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
IV	14,3	20,8	6,2	1,2	-13,9	5,7	20,0	4,6	-14,0	23,1	-5,1	-2,0	2,5	-24,6
2004 Feb	6,0	9,5	1,1	0,1	-4,7	2,1	8,1	22,4	8,9	15,8	1,3	-12,2	8,6	-30,5
Mar	7,9	13,4	1,4	-2,9	-4,0	1,1	9,1	-3,5	-22,4	-1,0	2,3	13,9	3,7	-5,6
Abr	-1,8	9,7	2,2	-9,6	-4,1	0,8	-1,0	-15,6	-2,0	-5,8	-2,7	-2,4	-2,6	16,6
May	0,5	10,2	4,2	-7,9	-6,0	2,3	2,9	15,7	0,0	1,2	-0,3	14,2	0,7	-18,6
Jun	4,7	11,5	3,9	-4,2	-6,6	0,9	5,5	11,1	-10,1	31,6	1,8	-11,3	-0,8	-16,7
Jul	8,3	13,5	3,7	-2,5	-6,4	1,3	9,6	-17,6	-7,2	-40,6	0,6	29,4	0,2	8,0
Ago	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
Sep	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
Oct	3,5	8,9	3,8	-3,6	-5,6	0,6	4,2	-30,1	-12,6	-2,2	-4,1	-12,1	0,9	25,9
Nov	5,3	4,6	1,6	3,5	-4,4	1,0	6,3	25,2	-6,4	-13,0	1,4	43,2	-0,1	-31,5
Dic	5,5	7,3	0,8	1,4	-4,0	4,1	9,6	9,4	5,1	38,3	-2,4	-33,1	1,6	-19,0
2005 Ene	-7,2	0,2	0,5	-4,7	-3,2	-0,8	-8,0	25,9	-11,4	-17,1	-3,8	59,7	-1,6	-17,8
Feb	8,0	6,1	0,6	3,4	-2,2	1,1	9,1	21,6	-4,6	22,6	-0,4	-1,0	5,0	-30,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2005 Feb	37,8	95,6	27,9	-27,7	-58,0	15,2	53,0	62,9	-63,3	61,8	-9,3	63,3	10,3	-115,9

### C26 Cuenta corriente

(mm de euros)

### C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

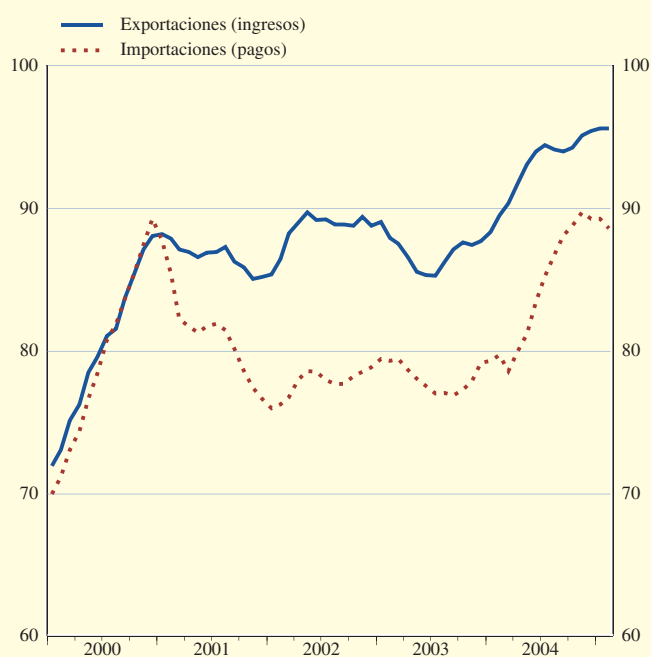
(mm de euros; operaciones)

### 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	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.675,4	1.655,0	20,4	1.039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1.818,1	1.772,8	45,2	1.130,0	1.026,6	355,1	327,9	252,8	282,6	80,2	135,8	23,3	6,1
2004 IV	436,0	422,0	14,0	272,2	243,3	85,9	79,9	58,8	66,8	19,2	31,9	9,3	1,9
2004 I	431,0	414,8	16,2	266,1	238,4	77,2	75,4	56,1	62,5	31,5	38,5	5,0	1,6
II	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
III	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
IV	479,5	465,2	14,3	299,2	278,4	91,7	85,6	70,3	69,1	18,2	32,2	7,3	1,6
2004 Dic	163,6	158,1	5,5	97,8	90,5	31,6	30,8	25,9	24,5	8,3	12,3	4,9	0,8
2005 Ene	150,2	157,5	-7,2	87,3	87,0	26,5	26,0	18,9	23,6	17,6	20,8	1,6	2,4
Feb	147,4	139,4	8,0	91,0	84,9	25,7	25,1	22,9	19,5	7,7	9,9	1,5	0,4
	Datos desestacionalizados												
2003 IV	425,1	417,1	8,0	263,2	237,6	84,0	77,9	56,8	68,9	21,2	32,7	.	.
2004 I	435,5	421,1	14,4	271,1	235,8	85,4	79,6	59,4	69,9	19,7	35,8	.	.
II	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
III	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
IV	463,4	456,2	7,2	286,3	267,9	89,2	82,9	68,0	71,7	19,9	33,7	.	.
2004 Jun	151,4	147,6	3,8	94,0	84,6	29,6	27,5	20,7	23,8	7,0	11,6	.	.
Jul	151,0	148,5	2,5	94,8	87,5	29,4	27,2	20,7	22,5	6,0	11,3	.	.
Ago	151,0	149,8	1,2	93,4	88,2	29,8	26,6	20,9	22,9	6,9	12,1	.	.
Sep	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
Oct	154,8	151,0	3,8	95,6	89,5	30,5	27,4	22,1	23,6	6,5	10,6	.	.
Nov	156,6	154,1	2,5	95,9	91,1	29,9	27,7	24,1	24,3	6,6	11,0	.	.
Dic	152,0	151,0	0,9	94,7	87,3	28,8	27,8	21,7	23,8	6,8	12,1	.	.
2005 Ene	155,6	157,3	-1,8	96,2	89,4	30,3	27,5	22,2	26,0	6,9	14,4	.	.
Feb	156,9	151,8	5,1	96,0	89,0	30,2	28,0	23,9	24,0	6,9	10,9	.	.

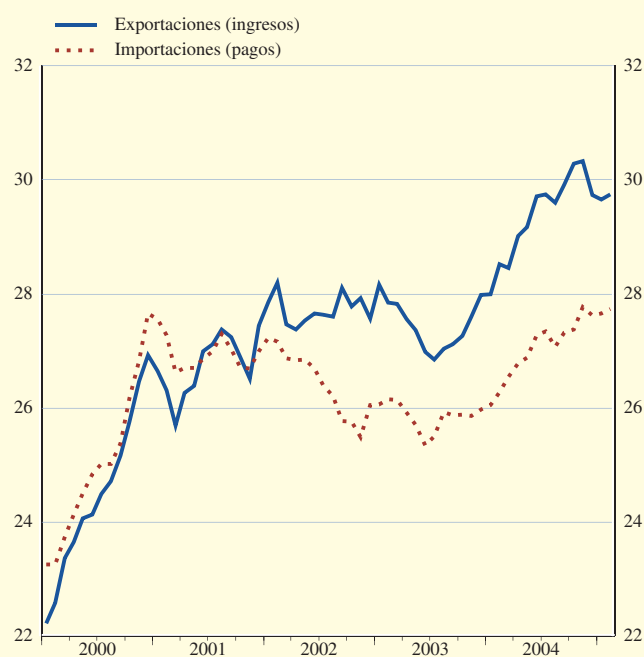
### C28 Bienes

(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	
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	237,8	276,3	65,7	57,4	11,8	11,4	23,8	56,6	73,9	79,3	62,6	71,6
2003 IV	3,8	1,6	54,9	65,2	14,8	13,3	3,0	2,6	4,7	9,7	16,5	20,8	15,9	18,8
2004 I	3,7	1,3	52,5	61,2	11,7	13,3	3,2	2,5	4,6	9,3	17,8	18,7	15,1	17,3
II	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
III	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
IV	4,0	1,6	66,4	67,5	21,8	13,3	3,1	3,5	5,4	10,2	19,4	21,3	16,7	19,2

### 4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-116,9	-124,1	-18,2	-105,9	7,2	0,1	7,1	69,0	69,7	2,4	67,3	-0,7	0,8	-1,5
2003 IV	-35,8	-23,5	-2,1	-21,5	-12,3	0,2	-12,5	27,9	38,6	0,6	38,1	-10,8	0,5	-11,3
2004 I	-28,4	-22,5	-4,9	-17,6	-5,9	-0,1	-5,8	5,4	13,5	-0,7	14,2	-8,1	-0,3	-7,8
II	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
III	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
IV	-44,2	-49,2	-8,5	-40,7	5,0	0,1	5,0	30,2	27,9	1,0	26,8	2,3	-0,1	2,4
2004 Feb	-6,8	-4,3	-1,1	-3,2	-2,5	0,0	-2,4	15,7	5,4	0,3	5,1	10,3	-0,1	10,4
Mar	-11,3	-13,0	-4,1	-8,9	1,8	0,0	1,8	-11,1	1,5	-1,2	2,7	-12,6	-0,1	-12,5
Abr	-15,4	-7,6	-0,4	-7,2	-7,8	0,1	-7,9	13,4	8,6	0,2	8,4	4,8	0,0	4,8
May	-2,8	-5,6	0,0	-5,6	2,8	0,0	2,8	2,9	3,1	0,3	2,8	-0,3	0,3	-0,6
Jun	-9,7	-11,6	-3,2	-8,5	2,0	0,0	2,0	-0,5	-1,1	0,0	-1,2	0,7	0,4	0,3
Jul	-18,7	-16,4	0,1	-16,4	-2,3	0,0	-2,3	11,4	11,4	0,2	11,2	0,0	-0,1	0,1
Ago	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
Sep	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
Oct	-29,6	-22,6	0,0	-22,5	-7,0	0,0	-7,0	16,9	9,3	0,2	9,0	7,7	0,0	7,7
Nov	-21,5	-20,3	-13,3	-7,0	-1,3	0,1	-1,4	15,1	8,0	0,3	7,7	7,1	0,0	7,1
Dic	6,9	-6,4	4,8	-11,2	13,4	0,0	13,3	-1,8	10,6	0,5	10,1	-12,4	0,0	-12,4
2005 Ene	-11,2	-7,0	-0,9	-6,1	-4,2	0,0	-4,2	-0,2	3,4	0,2	3,2	-3,6	0,0	-3,6
Feb	-6,3	-3,8	-1,5	-2,3	-2,5	0,0	-2,5	1,7	2,9	0,2	2,8	-1,2	-0,1	-1,2

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
	Activos				Pasivos	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	AAPP		Otros sectores	Pasivos
			AAPP		AAPP				AAPP						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,8	-51,8	-2,1	121,6	1,2	-80,7	-70,1	-1,1	211,3	-0,1	-43,1	-15,8	0,2	18,0
2003 IV	0,0	-3,6	-21,7	-0,4	45,1	-0,4	-7,3	-19,2	-0,1	30,9	-0,2	-13,1	1,2	1,3	1,2
2004 I	0,0	-6,0	-24,6	-0,9	20,6	-0,4	-26,3	-17,5	-0,5	54,1	-0,1	-10,6	-10,1	-1,0	32,3
II	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
III	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
IV	0,0	-0,9	-19,4	0,1	66,6	0,6	-20,6	-20,0	-0,3	31,9	-0,1	-12,8	3,5	4,3	-5,6
2004 Feb	0,1	-3,1	-6,8	-	17,2	0,0	-1,6	-0,2	-	14,3	-0,2	-5,5	-2,9	-	4,8
Mar	0,0	0,5	-11,0	-	1,9	-0,4	-11,6	-11,0	-	9,8	0,0	10,4	-3,6	-	14,1
Abr	0,0	-1,0	2,6	-	-19,8	0,2	-2,8	-5,3	-	38,8	0,0	-15,3	-3,7	-	0,6
May	0,0	-1,8	0,4	-	1,2	0,1	-7,3	-7,3	-	17,6	-0,2	2,6	0,6	-	-4,7
Jun	0,0	-9,7	-6,8	-	14,5	0,0	-0,5	-5,0	-	29,1	0,3	7,6	-0,3	-	2,4
Jul	0,0	-8,9	-0,5	-	10,2	-0,3	-12,9	0,7	-	-9,1	0,3	-19,1	1,4	-	-2,4
Ago	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
Sep	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
Oct	0,0	-3,7	-10,5	-	14,8	0,3	-13,7	-4,4	-	11,9	-0,1	0,6	-0,5	-	3,2
Nov	0,0	-9,1	-5,5	-	23,0	0,4	-6,0	-9,6	-	5,9	0,2	-14,7	4,9	-	-2,5
Dic	0,0	11,9	-3,5	-	28,8	-0,1	-1,0	-6,0	-	14,2	-0,1	1,3	-0,8	-	-6,3
2005 Ene	0,0	-7,1	-8,8	-	10,0	-0,4	-26,0	-2,8	-	5,5	0,2	-3,1	-5,0	-	20,5
Feb	0,0	-16,3	-3,2	-	5,2	-0,2	-3,7	-16,1	-	39,4	0,1	17,1	-2,0	-	2,4

### 6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos		
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-289,6	283,0	0,4	7,3	-1,8	-1,9	-2,8	-259,9	246,5	-19,8	0,6	-240,0	245,9	-28,3	-5,8	31,9
2003 IV	-78,9	59,9	-0,7	-0,9	3,2	-	-4,6	-71,3	52,3	-16,5	16,7	-54,8	35,7	-10,0	-	13,1
2004 I	-178,9	181,5	-0,6	-1,3	-0,6	-0,5	-6,3	-156,0	158,4	-10,4	0,3	-145,6	158,1	-21,7	-16,0	30,7
II	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
III	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
IV	-74,1	72,2	1,7	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,3	59,3	0,7	-0,8	-75,0	60,0	-5,0	7,4	10,9
2004 Feb	-27,5	15,3	-0,4	-4,3	0,5	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-3,8	-3,6	3,2
Mar	-83,5	97,4	0,2	0,4	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-65,9	68,8	-13,3	-9,5	33,0
Abr	-51,1	48,7	0,6	0,6	-1,5	-1,2	-0,3	-50,4	54,3	-6,3	0,5	-44,1	53,8	0,2	5,0	-6,0
May	12,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,5	17,6	10,3	3,6	3,5	14,0	6,8	-5,1	6,3	-8,6
Jun	20,3	-31,6	0,5	1,3	-3,3	-3,6	2,9	27,4	-42,4	0,4	2,7	27,1	-45,2	-4,4	-1,2	6,7
Jul	57,3	-27,8	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,1	-12,7	3,1	-7,8	43,0	-4,9	11,8	2,7	-16,2
Ago	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8
Sep	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
Oct	-15,7	3,6	0,1	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,8	-0,2	8,3	5,3	-18,1	-5,5	-8,1	-0,7	2,4
Nov	-67,1	110,3	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,1	97,2	-0,3	3,3	-59,7	93,9	-7,1	-1,8	10,0
Dic	8,7	-41,7	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,4	-37,7	-7,3	-9,4	2,9	-28,3	10,2	9,9	-1,6
2005 Ene	-50,9	110,5	0,7	3,9	-1,3	-1,0	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-16,4	-13,4	6,3
Feb	-60,2	59,2	0,2	-3,5	-1,5	0,6	-4,2	-58,0	60,0	-10,2	2,7	-47,8	57,2	-1,0	4,9	6,9

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	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	0,0	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2003 IV	-0,7	0,0	-0,9	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,2	-0,4
2004 I	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,0	-0,3
II	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
IV	1,7	0,0	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-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	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,8	-3,1	243,6	2,9	-4,8	-18,3	-12,5	-5,8	-5,2	8,8	22,7	0,4
2003 IV	-70,7	-0,6	52,1	0,2	-1,0	-8,3	-	-	-0,7	2,4	11,7	-1,1
2004 I	-153,5	-2,6	156,8	1,6	-2,8	-17,2	-1,2	-16,0	-1,6	4,8	25,3	0,5
II	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
III	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
IV	-76,1	1,8	59,6	-0,3	-0,7	-2,6	-10,0	7,4	-1,7	2,7	8,9	-0,7

### 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	
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	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,8	-3,8	3,7	0,5	17,8	-11,4	0,0	0,0
2003 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	9,3	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	-0,1	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	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0
IV	2,5	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,3	-2,8	0,0	0,0

Fuente: BCE.



## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

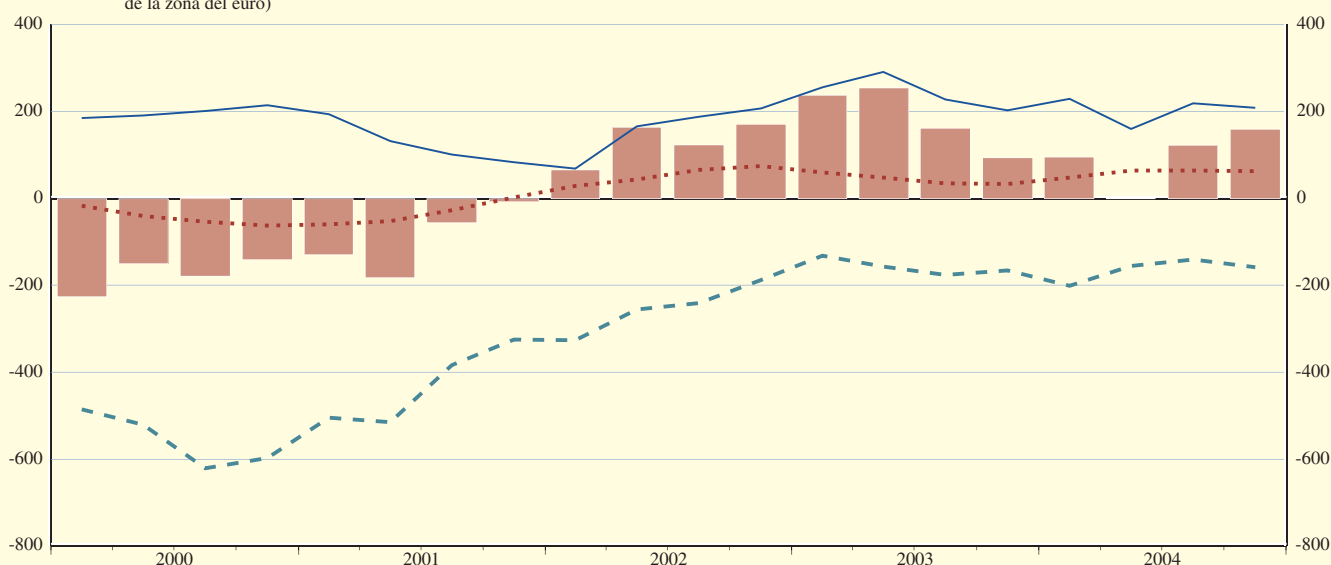
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,7
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,0
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,4	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,6
2004 IV	21,5	-33,9	27,3	-39,7	41,5	23,5	-6,9	8,5	-3,6	-17,6	20,6	20,5
2004 I	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,4
II	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,0
III	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,7
IV	20,0	-35,7	30,3	-35,9	74,0	12,9	-1,5	9,2	-5,1	-24,6	43,5	57,4
2004 Feb	8,1	-5,7	15,8	-9,9	17,2	14,7	-3,4	3,0	1,3	-30,5	10,7	9,0
Mar	9,1	-7,1	-11,0	-25,5	-6,4	23,8	-14,0	31,5	2,3	-5,6	-3,1	6,7
Abr	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,1
May	2,9	-2,7	2,5	-6,4	4,5	10,1	-5,3	-8,2	-0,3	-18,6	-21,5	-21,2
Jun	5,5	-6,5	-0,8	-12,1	13,9	30,4	-7,7	9,6	1,8	-16,7	17,5	14,2
Jul	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,5
Ago	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
Sep	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	34,9
Oct	4,2	-29,5	17,0	-15,4	13,4	12,3	-6,1	2,6	-4,1	25,9	20,2	20,4
Nov	6,3	-8,3	15,2	-10,2	27,0	0,7	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,1	10,1
Dic	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,6	0,0	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	19,2	26,9
2005 Ene	-8,0	-10,3	-0,2	-16,7	7,1	20,9	-17,6	8,9	-3,8	-17,8	-37,6	-22,3
Feb	9,1	-4,8	1,8	-21,3	12,3	38,3	-2,5	2,7	-0,4	-30,7	4,5	14,0
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>											
2005 Feb	53,0	-97,6	53,0	-149,1	120,2	213,2	-42,0	47,9	-9,3	-115,9	73,5	120,6

## 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					
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Ingresos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.818,1	673,0	35,9	59,1	366,6	154,1	57,3	24,0	48,2	125,5	311,8	635,7
Bienes	1.130,0	395,5	25,1	41,3	202,5	126,2	0,3	14,6	33,0	64,6	171,9	450,4
Servicios	355,1	130,5	7,3	10,0	92,6	16,5	4,1	4,6	10,2	35,8	73,3	100,7
Renta	252,8	88,0	3,1	7,3	62,3	10,1	5,3	4,2	4,7	18,9	59,6	77,4
de la cual: rentas de la inversión	237,8	83,2	3,0	7,1	60,8	9,9	2,4	4,2	4,6	12,7	57,9	75,2
Tranferencias corrientes	80,2	59,0	0,4	0,5	9,2	1,3	47,6	0,6	0,3	6,3	7,0	7,1
<b>Cuenta de capital</b>	23,3	20,9	0,0	0,0	0,6	0,1	20,2	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
<b>Pagos</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	1.772,8	597,3	34,3	57,0	293,4	130,4	82,2	18,3	84,3	119,8	265,2	688,0
Bienes	1.026,6	309,9	24,3	38,5	141,9	105,3	0,0	8,6	52,2	52,3	111,4	492,1
Servicios	327,9	101,6	6,1	7,7	68,5	19,1	0,2	4,8	6,8	30,2	74,4	110,0
Renta	282,6	96,8	3,5	10,0	75,1	4,3	3,8	3,3	24,9	32,0	69,2	56,5
de la cual: rentas de la inversión	276,3	93,6	3,5	9,9	74,1	2,3	3,8	3,2	24,7	31,5	68,4	55,0
Tranferencias corrientes	135,8	89,0	0,3	0,8	7,9	1,6	78,3	1,7	0,4	5,3	10,1	29,5
<b>Cuenta de capital</b>	6,1	0,9	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
<b>Neto</b>												
<b>Cuenta corriente</b>	45,2	75,7	1,6	2,1	73,2	23,7	-24,9	5,7	-36,1	5,7	46,6	-52,3
Bienes	103,4	85,5	0,8	2,8	60,7	20,9	0,3	6,0	-19,2	12,3	60,5	-41,6
Servicios	27,2	28,9	1,2	2,3	24,1	-2,6	4,0	-0,2	3,3	5,5	-1,2	-9,2
Renta	-29,8	-8,8	-0,5	-2,8	-12,8	5,7	1,5	1,0	-20,2	-13,1	-9,6	20,9
de la cual: rentas de la inversión	-38,6	-10,3	-0,5	-2,8	-13,3	7,7	-1,4	1,0	-20,1	-18,8	-10,6	20,3
Tranferencias corrientes	-55,6	-30,0	0,1	-0,3	1,3	-0,4	-30,7	-1,1	-0,1	1,0	-3,1	-22,3
<b>Cuenta de capital</b>	17,2	20,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,1	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						
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones directas</b>	-47,9	-20,4	2,9	-3,1	-18,3	-2,0	0,1	-0,2	-10,0	10,6	20,3	-23,2	-24,9
En el exterior	-116,9	-56,3	1,4	-6,2	-43,7	-7,8	0,0	1,8	-14,0	3,6	6,3	-28,1	-30,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	-124,1	-54,3	-0,9	-6,2	-33,4	-13,7	0,0	1,9	-11,4	1,0	-18,1	-21,8	-21,5
Otro capital	7,2	-2,0	2,4	0,0	-10,3	5,9	0,0	-0,2	-2,7	2,6	24,4	-6,3	-8,7
En la zona del euro	69,0	35,8	1,4	3,1	25,4	5,8	0,1	-1,9	4,0	7,0	14,0	4,9	5,2
Acc. y particip/ beneficios reinv.	69,7	40,7	1,1	2,5	36,0	1,0	0,1	-2,4	1,8	3,9	15,9	8,5	1,2
Otro capital	-0,7	-4,8	0,3	0,6	-10,5	4,8	0,0	0,5	2,2	3,0	-1,9	-3,6	4,0

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						
I 2004 a IV 2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Inversiones de cartera: activos</b>	-282,2	-108,8	0,9	-8,2	-81,6	-14,6	-5,2	-4,6	-42,9	1,5	-55,0	-34,5	-37,8
Acciones y participaciones	-73,6	-8,6	3,1	-0,5	-9,9	-1,2	-0,1	-2,4	-17,4	2,0	-20,4	-13,7	-13,1
Valores distintos de acciones	-208,6	-100,2	-2,3	-7,7	-71,8	-13,4	-5,1	-2,2	-25,6	-0,5	-34,6	-20,8	-24,7
Bonos y obligaciones	-149,5	-76,1	-0,3	-6,6	-52,2	-11,4	-5,6	-2,5	-8,9	-0,9	-34,2	0,5	-27,3
Inst. del mercado monetario	-59,1	-24,1	-1,9	-1,1	-19,6	-2,1	0,6	0,3	-16,7	0,4	-0,4	-21,3	2,7

#### 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
<b>Otras inversiones</b>	-6,6	-101,7	6,9	-18,3	-90,1	-5,2	5,0	-0,1	10,0	19,7	61,1	-26,7	5,1	26,0
Activos	-289,6	-247,4	3,5	-26,0	-206,3	-18,5	-0,2	-1,8	6,0	-5,1	-3,4	-25,7	-3,3	-8,8
AAPP	-1,8	-1,7	-1,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	1,8
IFM	-259,5	-224,8	5,1	-23,6	-189,2	-17,6	0,5	-0,8	5,4	-4,8	-5,5	-13,5	-1,2	-14,2
Otros sectores	-28,3	-20,9	-0,5	-2,4	-16,9	-1,0	-0,1	-1,0	0,6	-0,3	2,0	-12,1	-0,2	3,7
Pasivos	283,0	145,7	3,4	7,7	116,2	13,3	5,2	1,7	4,0	24,8	64,6	-1,0	8,4	34,8
AAPP	-2,8	-1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-2,8	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,0	0,2	0,5
IFM	253,8	137,2	3,1	6,5	110,0	11,7	5,9	1,1	2,1	20,4	53,9	-3,5	8,5	33,9
Otros sectores	31,9	10,2	0,2	1,1	5,2	1,6	2,0	0,5	2,5	4,9	11,2	2,5	-0,2	0,4

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

Fuente: BCE.

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

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

### 1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
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
2004 I	-693,6	-9,2	130,3	-858,1	-9,0	-265,2	308,4
II	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
III	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
IV	-815,8	-10,8	74,2	-910,6	-13,6	-246,4	280,6
Activos: saldos vivos							
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
2004 I	8.285,6	109,6	2.158,1	2.796,4	170,0	2.852,7	308,4
II	8.317,6	110,0	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
III	8.429,8	111,5	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
IV	8.461,1	111,9	2.199,5	2.931,5	165,7	2.883,8	280,6
Pasivos: saldos vivos							
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	117,3	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 I	8.979,2	118,8	2.027,8	3.654,5	179,0	3.117,9	-
II	9.024,0	119,4	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
III	9.143,9	120,9	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
IV	9.276,9	122,7	2.125,3	3.842,1	179,3	3.130,2	-

### 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	
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
2004 I	1.683,3	123,6	1.559,8	474,7	1,7	473,0	1.479,0	37,6	1.441,4	548,8	2,8	546,0
II	1.709,1	124,9	1.584,1	479,6	1,5	478,1	1.494,5	38,3	1.456,3	559,8	3,6	556,2
III	1.757,4	124,3	1.633,1	444,6	1,5	443,1	1.515,4	42,1	1.473,2	574,6	4,0	570,7
IV	1.764,3	128,5	1.635,8	435,2	1,7	433,5	1.550,0	41,3	1.508,7	575,3	3,8	571,5

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones													
	Activos					Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario								
						Activos		Pasivos			Activos		Pasivos			Activos		Pasivos	
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM	
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15					
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				
2004 I	1,9	60,7	13,2	1.073,1	1.643,1	7,6	513,2	8,5	869,9	1.783,0	1,2	195,0	1,7	50,6	228,4				
II	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1				
III	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9				
IV	1,8	76,3	14,6	1.105,3	1.754,2	6,1	547,6	8,9	896,1	1.893,5	1,0	217,1	0,4	56,4	194,3				

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	
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
2004 I	5,4	0,6	64,6	0,2	1,4	56,0	50,5	5,5	39,0	0,0	36,0	2,8
II	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5
III	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3
IV	4,5	0,6	71,3	0,2	1,4	61,1	53,7	7,4	38,9	0,0	41,0	3,5

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos				Pasivos			
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	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
2004 I	1.938,3	27,7	2.429,4	34,7	165,8	519,8	190,4	329,5	98,8	108,5	393,2	48,4
II	1.943,5	25,1	2.458,8	32,8	169,9	509,0	189,2	319,8	100,4	111,0	385,7	47,5
III	1.946,2	29,1	2.437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0
IV	1.955,4	27,6	2.426,9	37,3	165,4	526,3	199,6	326,7	102,7	107,5	395,5	47,0

**5. Reservas internacionales**

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede- terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistema																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 III	298,5	131,4	392,200	4,6	20,5	142,1	8,4	31,2	102,5	0,4	66,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-8,5
IV	280,6	125,4	389,998	3,9	18,6	132,7	12,5	25,5	94,6	0,4	58,2	35,9	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
Mar	284,9	127,7	387,359	4,0	17,4	135,7	7,6	27,8	100,3	-	-	-	-0,1	0,0	21,4	-15,1
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 III	38,0	8,2	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	0,0	11,0	10,9	0,0	0,0	2,0	-1,0
IV	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	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
Mar	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,9

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	289,3	932,6	1.014,6	579,1	178,8	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.084,0	512,5	227,9	309,5	949,6	984,8	559,5	163,2	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,1	222,8	300,3	924,6	988,0	554,2	164,2	240,9	715,5	109,1
2004	8,5	8,7	1.145,5	539,3	241,6	309,5	988,5	1.072,3	595,1	177,7	252,0	759,8	128,0
2003 III	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,8	243,1	135,5	39,6	60,3	176,5	26,8
IV	-0,4	1,5	269,5	125,8	57,5	76,3	233,2	249,7	138,8	42,1	61,5	180,5	27,0
2004 I	4,7	-0,2	277,8	130,6	58,8	75,9	241,6	251,6	137,8	42,0	62,2	182,6	26,2
II	11,8	8,9	286,8	134,7	59,7	78,8	246,0	263,4	145,7	44,6	62,2	186,4	29,3
III	8,8	14,4	289,1	136,9	61,2	78,4	249,6	277,2	156,3	44,9	64,0	194,0	36,2
IV	8,7	12,1	291,8	137,0	62,0	76,5	251,2	280,0	155,3	46,2	63,5	196,8	36,3
2004 Sep	6,4	14,3	96,3	45,2	20,4	26,1	83,3	92,5	52,1	15,2	21,2	64,9	12,8
Oct	3,1	7,2	96,3	45,2	20,7	25,4	82,9	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9
Nov	14,4	18,2	98,1	45,9	20,6	25,9	84,1	94,2	52,7	15,7	21,3	66,6	12,1
Dic	9,3	11,2	97,4	45,8	20,7	25,1	84,2	92,3	51,7	15,2	20,8	65,2	11,2
2005 Ene	6,8	11,1	97,3	45,8	20,1	25,5	85,3	92,3	49,6	14,7	20,7	65,8	11,2
Feb	4,2	9,4	96,8	45,5	20,4	25,7	83,4	91,8	49,7	14,4	20,9	65,1	10,6
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,5	107,8	105,5	98,8	99,3	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,9	89,5	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,8	109,2	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,4	6,0	117,8	113,6	118,2	118,3	117,2	107,6	102,2	104,7	116,5	106,0	104,6
2003 III	0,8	2,4	109,8	106,8	110,3	115,5	110,4	101,0	99,7	92,5	111,0	99,4	109,5
IV	3,0	5,5	111,9	107,3	112,0	117,1	111,2	103,9	101,8	98,2	113,7	101,9	106,7
2004 I	7,6	4,7	115,9	112,0	115,9	117,0	115,8	105,3	101,2	99,3	116,0	103,5	101,2
II	11,3	5,7	117,9	113,7	116,4	119,9	116,6	106,6	101,7	104,3	115,4	104,2	100,1
III	7,5	8,3	118,0	114,4	118,8	119,3	117,7	109,0	104,2	105,0	117,5	107,2	113,1
IV	7,3	5,4	119,6	114,1	121,5	116,9	118,7	109,6	101,9	110,0	117,3	109,3	103,8
2004 Sep	5,5	8,8	118,1	113,7	118,8	119,2	117,8	108,9	103,8	107,5	117,2	107,9	118,0
Oct	2,1	0,0	118,6	113,5	121,0	116,8	117,8	109,1	99,2	109,0	119,0	108,3	106,4
Nov	12,0	10,8	119,9	113,7	120,9	118,5	118,7	110,0	103,1	112,2	118,0	110,8	102,5
Dic	8,2	5,7	120,1	115,0	122,7	115,3	119,7	109,6	103,4	109,0	114,8	108,7	102,5
2005 Ene	5,0	6,6	119,5	114,5	117,6	116,8	120,6	111,1	101,8	106,6	114,6	110,1	110,1
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	101,4	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	0,1	2,5	97,0	96,4	94,5	99,5	96,3	97,2	98,5	92,7	97,9	96,3	99,4
2003 III	-3,0	-3,3	96,5	95,6	94,6	99,3	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,8
IV	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,0	95,7	93,8	92,2	93,7	98,1	95,2	82,4
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,7	98,6	95,3	93,3	92,2	92,4	97,1	94,8	84,4
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,7	100,0	96,3	96,5	97,0	93,3	97,7	96,2	95,3
III	1,3	5,7	97,7	97,2	95,2	99,9	96,9	99,3	101,5	93,6	98,8	97,3	104,1
IV	1,4	6,4	97,4	97,5	94,3	99,6	96,6	99,8	103,2	91,7	98,1	96,8	113,9
2004 Sep	0,8	5,1	97,6	97,0	95,1	99,8	96,9	99,5	102,0	92,4	98,2	96,9	105,8
Oct	0,9	7,2	97,2	97,1	94,7	99,3	96,4	100,4	104,3	91,8	97,6	96,7	118,8
Nov	2,1	6,7	98,0	98,5	94,4	99,8	97,0	100,3	103,7	92,0	98,2	97,0	115,9
Dic	1,0	5,1	97,1	97,1	93,6	99,5	96,4	98,7	101,5	91,3	98,4	96,7	106,9
2005 Ene	1,7	4,3	97,4	97,5	94,6	99,6	96,9	97,3	99,0	90,2	98,2	96,4	99,6
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

**7.5 Comercio exterior de bienes**

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

**2. Detalle por área geográfica**

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,2
2002	1.084,0	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,9	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.145,5	25,5	41,7	203,0	126,7	35,5	66,1	31,8	173,5	40,2	33,0	149,5	63,4	40,2	115,6
2003 III	265,4	6,3	9,7	48,1	30,4	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,5
IV	269,5	6,1	9,8	49,6	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,1	8,9	27,6
2004 I	277,8	6,1	10,1	49,4	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,7	15,2	9,6	27,5
II	286,8	6,3	10,4	50,5	31,6	9,0	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,9	15,7	9,9	29,7
III	289,1	6,4	10,5	51,7	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,7	16,7	10,3	27,5
IV	291,8	6,6	10,7	51,4	32,7	9,1	17,1	7,7	43,8	10,1	8,1	37,3	15,8	10,4	30,9
2004 Sep	96,3	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
Oct	96,3	2,2	3,6	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,8
Nov	98,1	2,2	3,6	17,7	10,9	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,7
Dic	97,4	2,2	3,6	16,4	10,7	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,3	3,4	10,5
2005 Ene	97,3	2,2	3,5	16,6	11,6	3,2	5,9	2,7	14,7	3,4	2,8	13,7	5,5	3,7	7,8
Feb	96,8	2,2	3,4	17,3	10,7	3,2	5,6	2,5	14,5	3,4	2,8	12,4	5,5	3,7	9,7
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,5	3,5	10,1
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2001	1.014,6	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,6	58,6	150,5	74,0	41,0	80,7
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	81,0
2003	988,0	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,3	52,2	141,5	68,9	39,8	82,1
2004	1.072,3	24,3	39,4	141,7	107,7	56,0	53,4	22,7	113,4	91,6	53,4	162,8	71,9	44,7	89,2
2003 III	243,1	5,8	9,1	33,6	25,4	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,4	17,0	9,7	20,7
IV	249,7	5,9	9,4	34,5	26,8	11,9	12,3	5,0	26,6	20,0	12,9	35,9	16,5	10,6	21,4
2004 I	251,6	6,0	9,4	33,8	26,9	12,3	12,8	5,1	26,1	20,7	13,4	35,4	16,5	10,7	22,4
II	263,4	5,8	9,8	34,6	26,3	13,6	13,2	5,5	29,9	22,2	12,8	41,1	17,0	10,8	20,7
III	277,2	6,2	10,1	37,3	26,9	14,3	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,2	18,9	11,5	22,9
IV	280,0	6,2	10,1	36,0	27,6	15,8	13,7	6,1	28,5	25,0	13,4	43,1	19,5	11,7	23,2
2004 Sep	92,5	2,1	3,4	12,3	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,5	14,2	6,3	3,9	7,3
Oct	93,5	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,5	8,2	4,3	13,1	6,6	3,8	9,4
Nov	94,2	2,2	3,4	12,2	9,2	5,5	4,6	2,0	9,5	8,5	4,6	14,7	6,8	3,9	7,0
Dic	92,3	1,9	3,3	11,4	9,3	5,2	4,5	2,0	9,6	8,3	4,4	15,3	6,2	3,9	6,7
2005 Ene	92,3	2,0	3,3	11,8	9,3	4,8	4,5	2,1	9,5	8,5	4,4	12,7	6,3	4,0	8,9
Feb	91,8	2,0	3,3	12,2	9,1	5,5	4,4	2,0	9,5	8,6	4,3	13,5	6,5	4,0	6,8
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
<b>Saldo</b>															
2001	48,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,5
2002	99,2	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,6
2003	70,7	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,3	1,2	2,3	61,3	18,9	-20,5	12,7	9,1	60,1	-51,4	-20,4	-13,3	-8,5	-4,6	26,4
2003 III	22,3	0,5	0,6	14,5	5,0	-4,0	2,9	1,7	14,3	-9,5	-4,8	-0,2	-1,9	-0,6	3,7
IV	19,7	0,2	0,4	15,0	2,8	-4,6	3,6	1,8	14,8	-11,0	-4,8	-1,6	-1,4	-1,6	6,2
2004 I	26,3	0,1	0,7	15,6	4,2	-4,2	2,8	2,8	16,4	-10,9	-5,0	1,3	-1,4	-1,1	5,0
II	23,4	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,2	-1,2	-1,0	9,0
III	11,8	0,2	0,4	14,4	4,4	-5,0	3,5	2,0	14,4	-13,7	-5,3	-4,6	-2,2	-1,3	4,6
IV	11,8	0,4	0,6	15,4	5,1	-6,7	3,3	1,6	15,3	-14,9	-5,2	-5,8	-3,7	-1,2	7,7
2004 Sep	3,9	0,1	0,2	5,0	1,5	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,7	-1,8	-0,8	-0,4	2,1
Oct	2,8	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,3
Nov	3,9	0,0	0,2	5,4	1,7	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,4	-1,6	-0,2	3,7
Dic	5,1	0,3	0,2	5,0	1,4	-2,1	1,3	0,6	5,2	-4,9	-1,6	-2,7	-0,8	-0,5	3,7
2005 Ene	5,0	0,1	0,2	4,9	2,2	-1,6	1,4	0,6	5,1	-5,1	-1,6	1,0	-0,8	-0,3	-1,2
Feb	5,1	0,2	0,1	5,1	1,7	-2,3	1,2	0,5	4,9	-5,2	-1,6	-1,1	-1,0	-0,3	2,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).



## TIPOS DE CAMBIO

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

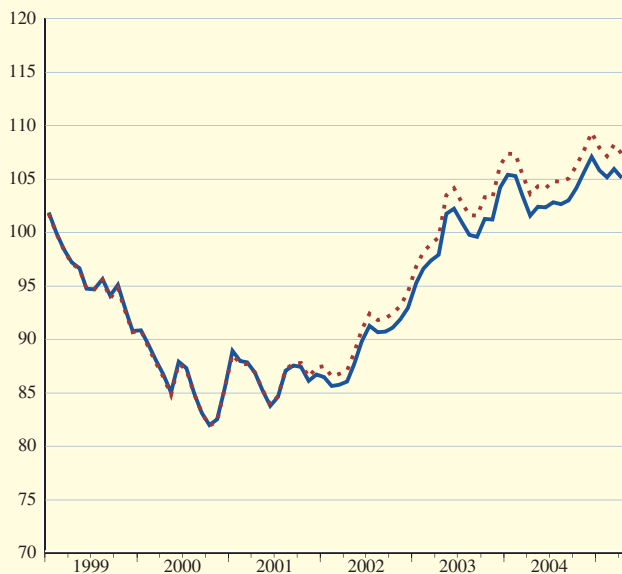
(medias del periodo; índice 1999 I=100)

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

### C31 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

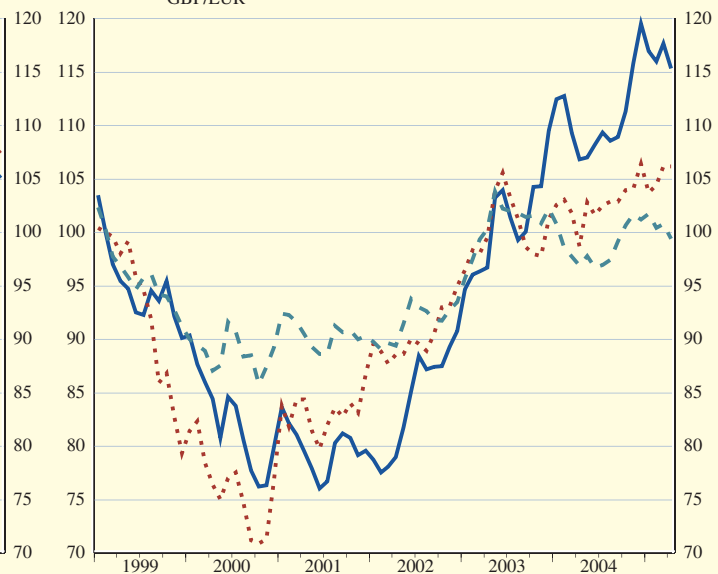
— TCE-23 nominal  
 - - - TCE-23 real deflactor por el IPC



### C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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



Fuente: BCE.

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



**8.2 Tipos de cambio bilaterales**

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

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estadounidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won surcoreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona islandesa 11	Dólar australiano 12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2004 III	7,4367	9,1581	0,67216	1,2220	134,38	1,5363	1.411,03	9,5310	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226
IV	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1.415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 I	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1.340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
2004 Oct	7,4379	9,0620	0,69144	1,2490	135,97	1,5426	1.426,19	9,7284	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049
Nov	7,4313	8,9981	0,69862	1,2991	136,09	1,5216	1.411,15	10,1028	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867
Dic	7,4338	8,9819	0,69500	1,3408	139,14	1,5364	1.408,77	10,4264	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462
2005 Ene	7,4405	9,0476	0,69867	1,3119	135,63	1,5469	1.362,01	10,2269	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147
Feb	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1.330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
Mar	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
Abr	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1.306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
	% variación sobre mes anterior											
2005 Abr	0,0	0,9	-1,4	-2,0	0,0	-0,1	-1,7	-2,0	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4
	% variación sobre año anterior											
2005 Abr	0,1	0,0	2,6	8,0	7,6	-0,5	-5,4	8,0	5,9	-0,5	-1,5	3,7
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Libra chipriota 15	Lats letón 16	Litas lituano 17	Forint húngaro 18	Lira maltesa 19	Zloty polaco 20	Tolar esloveno 21	Corona eslovaca 22	Lev búlgaro 23	Leu rumano 24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31,270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37,551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40,510
2004 III	31,593	15,6466	0,57902	0,6597	3,4528	248,80	0,4266	4,4236	239,95	40,020	1,9559	40,994
IV	31,125	15,6466	0,57769	0,6801	3,4528	245,94	0,4314	4,2342	239,83	39,454	1,9559	39,839
2005 I	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37,069
2004 Oct	31,491	15,6466	0,57595	0,6690	3,4528	246,69	0,4297	4,3182	239,91	39,997	1,9559	41,082
Nov	31,286	15,6466	0,57789	0,6803	3,4528	245,36	0,4319	4,2573	239,79	39,546	1,9559	39,848
Dic	30,636	15,6466	0,57909	0,6900	3,4528	245,80	0,4325	4,1354	239,80	38,872	1,9559	38,696
2005 Ene	30,304	15,6466	0,58170	0,6963	3,4528	246,48	0,4322	4,0794	239,77	38,573	1,9559	38,168
Feb	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36,733
Mar	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36,292
Abr	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36,277
	% variación sobre mes anterior											
2005 Abr	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	1,4	-0,4	3,6	0,0	2,6	0,0	0,0
	% variación sobre año anterior											
2005 Abr	-7,3	0,0	-0,6	7,1	0,0	-0,9	1,1	-12,7	0,5	-2,3	0,5	-10,8
	Yuan renminbi chino <sup>1)</sup> 25	Kuna croata <sup>1)</sup> 26	Corona islandesa 27	Rupia indonesia <sup>1)</sup> 28	Ringgit malasio <sup>1)</sup> 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino <sup>1)</sup> 31	Rublo ruso <sup>1)</sup> 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés <sup>1)</sup> 34	Nueva Lira turca <sup>2)</sup> 35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8.785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1.439,680	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694,851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777,052	
2004 III	10,1195	7,3950	87,48	11.190,20	4,6440	1,8701	68,442	35,6546	7,7869	50,478	1.807,510	
IV	10,7423	7,5528	86,19	11.840,69	4,9324	1,8526	73,035	36,9618	7,8379	52,191	1.871,592	
2005 I	10,8536	7,5081	80,67	12.165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
2004 Oct	10,3423	7,5367	87,58	11.370,40	4,7481	1,8280	70,405	36,3001	7,9861	51,596	1.860,247	
Nov	10,7536	7,5619	87,15	11.723,41	4,9374	1,8540	73,138	37,1185	7,8566	52,357	1.883,365	
Dic	11,0967	7,5589	83,99	12.382,27	5,0960	1,8737	75,336	37,4162	7,6847	52,576	1.870,690	
2005 Ene	10,8588	7,5494	82,12	12.073,27	4,9861	1,8620	73,068	36,6704	7,8386	50,855	1,7784	
Feb	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104	
Mar	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
Abr	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
	% variación sobre mes anterior											
2005 Abr	-2,0	-0,9	2,0	-0,1	-2,0	-0,6	-2,0	-1,4	0,0	0,5	1,8	
	% variación sobre año anterior											
2005 Abr	8,0	-1,7	-7,9	19,6	7,9	-4,1	5,1	4,5	1,0	8,2	-	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de abril del 2005, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

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



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>IAPC</b>													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 III	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
IV	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2005 I	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,5	2,8	2,6	0,7	1,7
2004 Nov	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
Dic	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 Ene	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Feb	1,4	1,0	4,6	2,4	7,0	3,2	3,4	2,5	3,5	2,8	2,6	1,2	1,6
Mar	1,2	1,3	4,8	2,4	6,6	3,3	3,3	2,6	3,2	3,3	2,3	0,5	1,9
<b>Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,5	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003	-11,7	1,2	3,1	-6,3	-1,5	-1,9	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,8	-2,5	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,9	71,9	14,4	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período</b>													
2004 Oct	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
Nov	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Dic	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 Ene	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Feb	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
Mar	3,62	3,82	-	5,89	3,94	3,73	6,83	4,72	5,55	3,89	3,60	3,86	4,87
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período</b>													
2004 Oct	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
Nov	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
Dic	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 Ene	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
Feb	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
Mar	2,08	2,19	2,40	4,96	3,26	2,49	-	2,98	6,15	4,05	2,29	2,11	4,99
<b>PIB real</b>													
2003	3,7	0,7	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-1,8	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	4,0	2,4	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 III	4,0	2,5	5,9	4,1	9,1	6,0	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
IV	4,3	2,9	5,9	3,0	8,6	6,1	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
2005 I	.	.	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-8,7	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,6
2004	-5,7	2,4	-11,8	-5,0	-11,3	-5,9	-8,5	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,1	-2,0
2004 II	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,2	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
III	-7,5	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,2	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
IV	-7,8	0,5	-13,0	-12,7	-7,1	-2,5	-7,2	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,0	-1,3
<b>Costes laborales unitarios</b>													
2003	3,3	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,0	-	-	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	1,0	4,9	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	.
2004 II	.	0,6	4,8	-	.	.	.	-	.	.	5,1	.	1,7
III	.	1,1	5,2	-	.	.	.	-	.	.	3,5	.	1,1
IV	.	0,4	4,7	-	.	.	.	-	.	.	5,1	.	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 III	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
IV	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 I	8,3	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	.	18,1	5,8	16,2	6,3	.
2004 Nov	8,3	5,2	8,3	5,2	9,7	9,5	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
Dic	8,3	5,1	8,2	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	4,6
2005 Ene	8,3	5,0	8,1	5,5	9,6	9,0	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,2	4,7
Feb	8,3	5,0	8,0	5,6	9,5	8,8	6,3	6,8	18,1	5,8	16,1	6,5	.
Mar	8,3	5,0	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	.	18,1	5,8	15,9	6,3	.

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

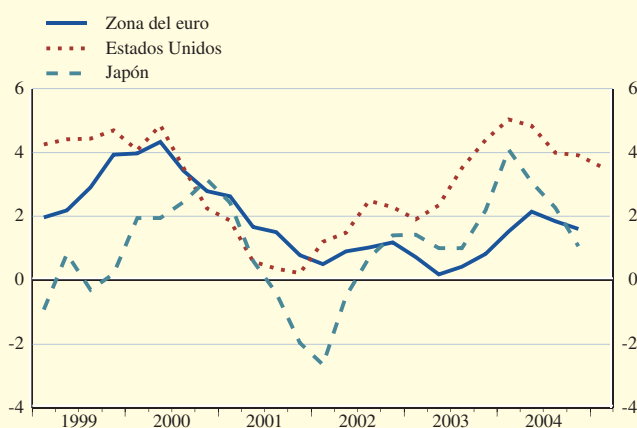
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup> en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años <sup>3)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>4)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en el PIB <sup>5)</sup>
	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	3,0	.	3,6	4,5	5,3	5,5	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 Dic	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Ene	3,0	-	-	5,0	5,2	6,1	2,66	4,21	1,3119	-	-
Feb	3,0	-	-	4,4	5,4	5,6	2,82	4,16	1,3014	-	-
Mar	3,1	-	-	4,0	5,2	4,9	3,03	4,49	1,3201	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	3,15	4,34	1,2938	-	-
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	-5,3	2,6	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	4,1	6,9	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	-6,7	3,1	7,2	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	-1,9	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 I	-0,2	.	.	1,3	.	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 Dic	0,2	-2,0	-	1,9	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Ene	-0,1	.	-	2,0	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
Feb	-0,3	.	-	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	-	-
Mar	-0,2	.	-	1,1	.	2,2	0,05	1,45	138,83	-	-
Abr	.	.	-	.	.	.	0,05	1,32	138,84	-	-

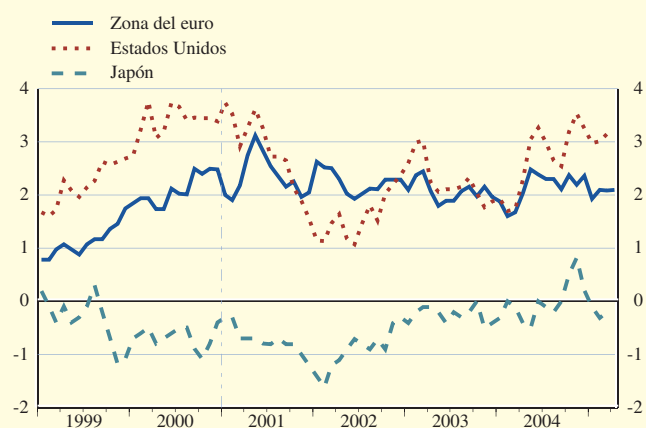
### C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C34 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

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

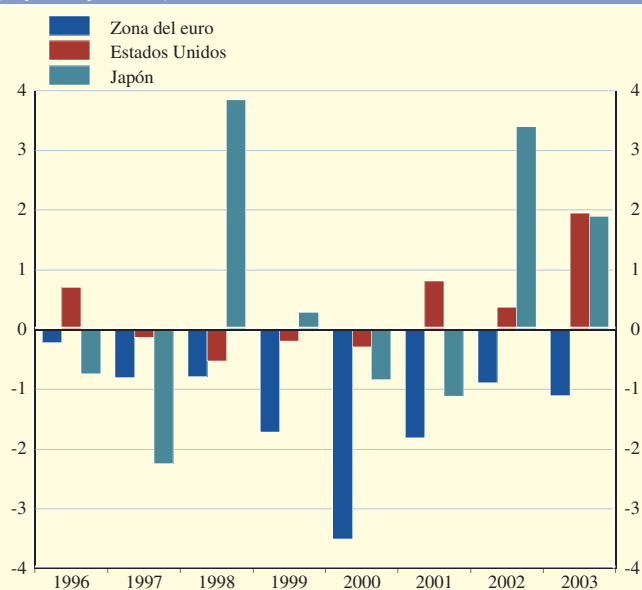
## 9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital <sup>2)</sup>	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto <sup>3)</sup>	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
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

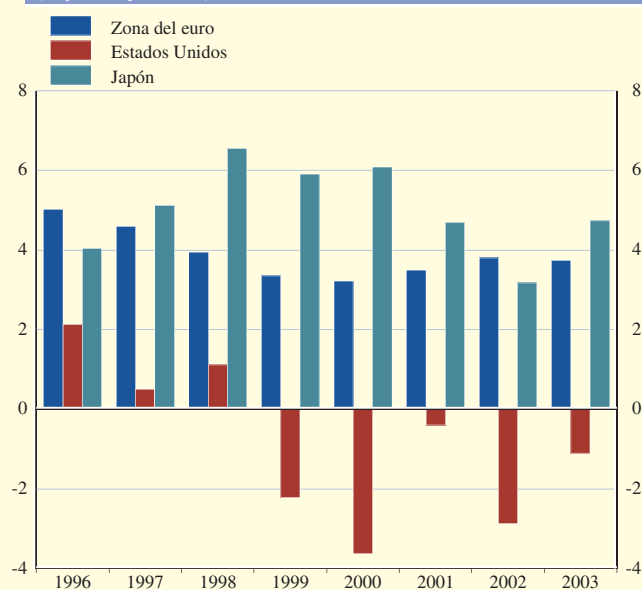
### C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



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

(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



## LISTA DE GRÁFICOS

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



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

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

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

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

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ,  $C_t^M$  el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ,  $E_t^M$  el ajuste por variaciones del tipo de cambio y  $V_t^M$  otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

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

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

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

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del 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 EURO<sup>1</sup>

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

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

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase Findley, D., B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen, (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del 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 IAPC<sup>4</sup>

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

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».



## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. En los datos sobre bienes, servicios y transferencias corrientes, el ajuste por días laborables está corregido por días festivos nacionales. Los datos sobre ingresos de la balanza de servicios también han sido objeto de ajuste previo por Semana Santa. 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 (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Data services» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int)

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de mayo de 2005.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente o obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

### PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

### ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el

BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido

con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## **DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN**

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las po-

siciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se

detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». 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 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

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

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

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

En la sección 4.3 figuran las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes (detallados por plazo a la emisión, por tipo de instrumento, por sector emisor y por moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanual excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales hacen referencia a la variación interanual 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 plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden el coste laboral medio por hora trabajada. Sin embargo, no incluyen la agricultura, la pesca, la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios que no estén clasificados en otra rúbrica. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos cuya definición nacional no está armonizada.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.4 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden dife-

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

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



rir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en la sección 6.4 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>6</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n.º 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 3605/93 del Consejo por lo que respecta a las referencias al SEC 95. 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.º 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002<sup>7</sup>, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

#### **OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR**

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos

del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>8</sup>, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», (noviembre del 2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, 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). El primer informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro (publicado en enero del 2005), que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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.

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.

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, 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. Los datos trimestrales sobre posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral o lo están con retraso, parte de los datos trimestrales sobre la citada posición se estiman a partir de las operaciones financieras y los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio. 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 fuente 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 laborales 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. Los datos de China continental no incluyen Hong Kong.

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, calcula-

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

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

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

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



## 9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

## 23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los 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

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

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

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

#### **5 DE JUNIO DE 2003**

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

mismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

#### **10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

#### **12 DE ENERO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

#### **5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

#### **10 DE MARZO DE 2004**

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de ven-

cimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

**1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO,  
5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE,  
4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004  
Y 13 DE ENERO DE 2005**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

**14 DE ENERO DE 2005**

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

**3 DE FEBRERO, 3 DE MARZO, 7 DE ABRIL  
Y 4 DE MAYO 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 febrero y abril 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», abril 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.
- «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», mayo 2005.
- «Concentración y diversificación en el sector bancario de la zona del euro», mayo 2005.
- «Evolución del gobierno corporativo», mayo 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. Papatthanassiou, 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 «Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators», por L. Mörttinen, 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-González 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

- 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.
- 466 «Regulated and services prices and inflation persistence», por P. Lünemann y T. Y. Mathä, abril 2005.
- 467 «Socio-economic development and fiscal policy: lessons from the cohesion countries for the new member states», por A. N. Mehrotra y T. A. Peltonen, abril 2005.
- 468 «Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together?», por P. De Grauwe y F. P. Mongelli, abril 2005.
- 469 «Money and prices in models of bounded rationality in high inflation economies», por A. Marcet y J. P. Nicolini, abril 2005.
- 470 «Structural filters for monetary analysis: the inflationary movements of money in the euro area», por A. Bruggeman, G. Camba-Méndez, B. Fischer y J. Sousa, abril 2005.
- 471 «Real wages and local unemployment in the euro area», por A. Sanz de Galdeano y J. Turunen, abril 2005.
- 472 «Yield curve prediction for the strategic investor», por C. Bernadell, J. Coche and K. Nyholm, abril 2005.
- 473 «Fiscal consolidations in the central and eastern European countries», por A. Afonso, C. Nickel y P. Rother, abril 2005.
- 474 «Calvo pricing and imperfect common knowledge: a forward-looking model of rational inflation inertia», por K. P. Nimark, abril 2005.
- 475 «Monetary policy analysis with potentially misspecified models», por M. Del Negro y F. Schorfheide, abril 2005.
- 476 «Monetary policy with judgement: forecast targeting», por L. E. O. Svensson, abril 2005.
- 477 «Parameter misspecification and robust monetary policy rules», por C. E. Walsh, abril 2005.
- 478 «The conquest of US inflation: learning and robustness to model uncertainty», por T. Cogley y T. J. Sargent, abril 2005.
- 479 «The performance and robustness of interest rate rules in models of the euro area», por R. Adalid, G. Coenen, P. McAdam y S. Siviero, abril 2005.
- 480 «Insurance policies for monetary policy in the euro area», por K. Küster y V. Wieland, abril 2005.
- 481 «Output and inflation responses to credit shocks: are there threshold effects in the euro area?», por A. Calza y J. Sousa, abril 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.  
«Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: In support of the current proposal to amendments to IAS 39 - The fair value option», abril 2005.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.  
«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.  
«TARGET - the current system», septiembre 2004.



## GLOSARIO

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

**Activos exteriores netos de las IFM:** 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 indiciada con la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

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

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

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés 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.