



BANCO CENTRAL EUROPEO

BOLETÍN MENSUAL JUNIO

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL JUNIO 2004

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

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

© Banco Central Europeo, 2004

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 2 de junio de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
EL EUROSISTEMA Y EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES	9	Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	11	El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	V
Entorno exterior de la zona del euro	11	Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003	IX
Evolución monetaria y financiera	18	GLOSARIO	XV
Precios y costes	47		
Producto, demanda y mercado de trabajo	54		
Evolución de las finanzas públicas	61		
Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del eurosistema para la zona del euro	66		
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	71		
Recuadros			
1 Evolución reciente de los préstamos a las sociedades no financieras	23		
2 Evolución reciente de los flujos netos de entrada en los fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro	29		
3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 24 de enero de 2004 y el 11 de mayo de 2004	36		
4 Utilización de derivados financieros para evaluar las expectativas de inflación a corto plazo para la zona del euro de los participantes en el mercado	41		
5 Volatilidad y perfiles estacionales del IAPC de la zona del euro	49		
6 El impacto del número de días laborables en el PIB de la zona del euro en el 2004	55		
7 Comparación con las proyecciones de diciembre del 2003	69		
8 Previsiones de otras instituciones	70		

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 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>)
HWHA	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de junio de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 2%. 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.

La decisión del Consejo de Gobierno de mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE refleja su valoración de que las perspectivas a medio plazo siguen estando en consonancia con la estabilidad de precios. El reducido nivel de los tipos de interés continúa favoreciendo la recuperación económica que, durante los últimos meses, se ha intensificado. Al mismo tiempo, se han observado mayores presiones inflacionistas a corto plazo. El Consejo de Gobierno mantendrá una actitud vigilante con respecto a todos los factores que pudieran incidir sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico en que se basa la valoración del Consejo de Gobierno, los últimos datos publicados confirman que ya se está produciendo una recuperación económica de la zona del euro. Según Eurostat, el PIB real aumentó en el primer trimestre de este año un 0,6%, en tasa intertrimestral, y la tasa de crecimiento correspondiente al último trimestre del pasado año se ha revisado al alza desde el 0,3% hasta el 0,4%. El ritmo más acusado de crecimiento del PIB real en los primeros meses del 2004 refleja, principalmente, el incremento del consumo privado y la pujanza de las exportaciones. Aunque los últimos datos de las encuestas aún proporcionan señales contradictorias en cuanto a la intensidad de la recuperación, resultan plenamente compatibles con la continuación de la expansión económica durante el trimestre en curso.

De cara al futuro, persisten las condiciones para que la recuperación continúe. El crecimiento de la economía fuera de la zona del euro se mantiene intenso y debería estimular el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, la inversión debería beneficiarse del positivo entorno mundial, así como de las favorables

condiciones de financiación y del aumento de los beneficios. Por otro lado, el consumo privado debería recuperarse de forma gradual del estancamiento observado durante la mayor parte del 2003, en consonancia a grandes rasgos con el crecimiento de la renta real disponible y, más adelante, verse adicionalmente respaldado por un incremento del crecimiento del empleo.

En este contexto, se espera que la recuperación del crecimiento económico de la zona del euro prosiga durante los próximos trimestres, dando lugar a una expansión económica más generalizada e intensa en el curso del próximo año. Esta opinión se refleja, asimismo, en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, que estiman que, en promedio, el crecimiento del PIB real se situará entre el 1,4% y el 2% en el 2004, y que se elevará hasta un valor comprendido entre el 1,7% y el 2,7% en el 2005. Las previsiones realizadas por organizaciones internacionales y entidades privadas presentan una perspectiva general similar.

En torno a este escenario existen riesgos e incertidumbres en ambos sentidos. Por un lado, el ritmo relativamente vigoroso del crecimiento de la economía fuera de la zona del euro, la evolución reciente del consumo privado, así como los datos proporcionados por algunas encuestas indican que existe potencial para que el crecimiento sea más intenso, especialmente a corto plazo. Por otro, los elevados precios de petróleo podría suponer un riesgo a la baja y, considerando un horizonte temporal más largo, la persistencia de desequilibrios mundiales continúa siendo motivo de preocupación.

En lo concerniente a los precios, la reciente evolución de los precios del petróleo ha generado presiones al alza significativas sobre los precios de consumo. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual, medida por el IAPC, fue del 2,5% en mayo, debido en parte a los efectos base, tras el 2% registrado en abril. Si los precios del petróleo permaneciesen en los elevados niveles recientemente alcanzados, cabría esperar que la tasa de inflación siguiera siendo más elevada de lo previsto, y que se mantuviese en un nivel por encima del 2% durante un período superior a los próximos meses. No obs-

tante, cuando se evalúa la tendencia de los precios a medio plazo, las perspectivas continúan siendo favorables. En particular, la evolución de los precios de importación, así como las presiones inflacionistas generadas por los salarios y los costes laborales unitarios, deberían mantenerse moderadas. Estos factores deben contribuir a que la tasa de inflación interanual, medida por los precios de consumo, vuelva a registrar niveles inferiores al 2% en el 2005.

Estas consideraciones concuerdan con las proyecciones elaborada por los expertos del Eurosistema, que sitúan la tasa media de inflación anual, medida por el IAPC, entre el 1,9% y el 2,3% en el 2004, y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005. Las tasas proyectadas son, en general, coherentes con las últimas previsiones publicadas por organizaciones internacionales y entidades privadas.

Tanto estas previsiones como las proyecciones están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres. El comportamiento de los precios del petróleo constituye el principal motivo de preocupación y, por otro lado, aún no se tiene suficiente conocimiento sobre las modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados que se efectuarán en el futuro, ya que hasta finales de año no suele contarse con esta información. Asimismo, se debe seguir atentamente el posible riesgo de que se produzcan efectos indirectos derivados de los salarios. Por último, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo derivadas de los indicadores de los mercados financieros han registrado un incremento. Aunque estas medidas deben interpretarse con cautela, su reciente tendencia al alza requiere mantener una actitud especialmente vigilante.

Por lo que respecta al análisis monetario, existe evidencia creciente de que la evolución de las carteras de los inversores privados se ha normalizado. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M3 ha disminuido de forma bastante significativa en los últimos trimestres. En cualquier caso, el reducido nivel de los tipos de interés continúa estimulando el crecimiento monetario, y el grado de liquidez excesiva en la zona del euro sigue siendo elevado. En una situación de expansión

de la actividad económica, la persistencia de un exceso de liquidez podría traducirse en presiones inflacionistas a medio plazo.

En resumen, el análisis económico indica que el escenario de referencia de las perspectivas para la evolución de los precios a medio plazo sigue estando en consonancia con la estabilidad de precios. Sin embargo, las presiones inflacionistas a corto plazo se han incrementado recientemente y la existencia de cierto riesgo al alza debe tenerse en cuenta. El contraste con el análisis monetario también avala la adopción de una actitud vigilante en cuanto a la concreción de riesgos para la estabilidad de precios.

Dadas las señales que indican que la recuperación económica continuará, es especialmente importante que las políticas fiscales y las reformas estructurales cumplan su cometido de mejorar los fundamentos económicos de la zona del euro. Cabe lamentar que la reciente evolución presupuestaria no haya contribuido a este respecto. Un número creciente de países presentan desequilibrios significativos y los esfuerzos de saneamiento presupuestario resultan desalentadoramente insuficientes para cumplir los compromisos adquiridos. Con el fin de reforzar la confianza en una expansión sostenible, en estos momentos es esencial que se recobre la claridad en cuanto al curso futuro del saneamiento de las políticas presupuestarias en todos los países afectados. Para ello se precisan medidas creíbles, con especial atención a la reforma estructural del gasto que elimine los desequilibrios, permita contar con unos sistemas impositivos y de prestaciones más favorables al crecimiento y sanee los sistemas de seguridad social. Estas medidas, junto con un nuevo impulso destinado a poner efectivamente en práctica las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos, proporcionarían un apoyo muy valioso a la actual expansión económica.

En su reunión celebrada el 3 de junio de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir de septiembre del 2004, además de publicar las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema en las ediciones de junio y diciembre

del *Boletín Mensual*, publicará las actualizaciones de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE en las ediciones de marzo y septiembre. Esta decisión refleja la experiencia positiva que en los últimos años ha supuesto la publicación de las proyecciones macroeconómicas, si bien éstas con-

tinúan siendo únicamente una contribución más en las deliberaciones del Consejo de Gobierno. El Consejo de Gobierno sigue basando sus decisiones de política monetaria en un análisis económico exhaustivo, que se contrasta con el análisis monetario.

EL EUROSISTEMA Y EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (Tratado de la CE) y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, que figuran como Protocolo anejo al Tratado, encomiendan al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) diversas funciones, que han de desempeñar el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCN) de todos los Estados miembros de la Unión Europea (UE). El acrónimo «SEBC», al que se refiere el Tratado de la CE, tiene un doble alcance. Por una parte, el SEBC comprende el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE. Pero el término SEBC también se refiere, en virtud de otras disposiciones, al BCE y a los bancos centrales de los Estados miembros que han adoptado el euro.

EL EUROSISTEMA

Con objeto de aumentar la transparencia y de que el público entienda mejor la estructura del sistema de bancos centrales de la zona del euro, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado el término «Eurosistema», que comprende el BCE y los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En la actualidad, el Eurosistema está integrado por los doce BCN que pertenecen a la zona del euro¹.

¹ Los BCN de Bélgica, Alemania, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC)

Mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado el euro (en estos momentos, Dinamarca, Suecia, el Reino Unido y los diez Estados miembros que se han incorporado a la UE el 1 de mayo de 2004), será necesario mantener la distinción entre Eurosistema y SEBC. Sólo cuando todos los Estados miembros de la UE formen parte de la zona del euro, el término «Eurosistema» será sinónimo de SEBC. Por el momento, trece BCN no pertenecen a la zona del euro².

ÓRGANOS RECTORES

El Eurosistema está regido por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo del BCE (véanse artículos 8 y 9.3 de los Estatutos del SEBC). El *Consejo de Gobierno* está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. El *Comité Ejecutivo* está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados por los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro.

El SEBC está regido por el Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo General. El *Consejo General* es el tercer órgano rector del BCE y está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de los veinticinco Estados miembros de la UE. El Consejo General se mantendrá mientras sigan existiendo Estados miembros que no hayan adoptado el euro (véase artículo 45.1 de los Estatutos del SEBC).

2 Tras la ampliación de la Unión Europea se han incorporado al SEBC los diez BCN de la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los datos recientemente publicados confirman la fortaleza de la recuperación de la economía mundial en los últimos meses. Sin embargo, la persistencia de la subida de los precios del petróleo podría ser motivo de preocupación acerca de las perspectivas de crecimiento e inflación.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento ha continuado afianzándose y extendiéndose por regiones y sectores a ritmos superiores a las expectativas previas, sustentado en una intensa recuperación del consumo privado, la inversión y el comercio. No obstante, al mismo tiempo, e impulsados por una fuerte demanda, los precios del petróleo, en particular, han venido experimentando una tendencia al alza, cuya continuidad podría influir negativamente en las expectativas de inflación y las perspectivas de crecimiento. Las condiciones en los mercados financieros han seguido siendo favorables, si bien los tipos de interés a largo plazo aumentaron y los mercados de renta variable corrigieron parte de las fuertes subidas que se registraron en el 2003 como reflejo, principalmente, de la incertidumbre existente en los mercados acerca de la futura evolución de los tipos de interés y de los precios del petróleo.

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento económico en Estados Unidos se viene caracterizando por un vigor continuado y una generalización creciente. Los datos preliminares correspondientes al primer trimestre del 2004 indican que el PIB real creció un 4,4% (en tasa intertrimestral anualizada), como resultado de la intensa demanda interna. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB continuó siendo negativa. Las señales de un crecimiento sostenido también procedieron de la de producción industrial, que creció un 4,8% en el año transcurrido hasta el mes de abril, y de la utilización de la capacidad productiva total, que aumentó en abril hasta el 76,9%, casi tres puntos porcentuales por encima del registro de abril del 2003, pero aún bastante inferior al valor medio de las tres últimas décadas.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento del gasto en inversión de las empresas privadas mantenga su vitalidad, estimulado por las favorables condiciones de financiación, la solidez de la rentabilidad empresarial y la necesidad de sustituir y modernizar el capital fijo, dada la escasa inversión realizada en el período comprendido entre los años 2001 y 2003. Asimismo, la cartera de pedidos de bienes duraderos, los índices de confianza empresarial y las encuestas de ámbito regional continúan anticipando una expansión sostenida tanto en las manufacturas como en los servicios. Por otra parte, se prevé una continuidad del crecimiento del consumo privado, si bien a un ritmo más lento que en los trimestres precedentes. El impacto de las medidas de estímulo fiscal y los efectos de la refinanciación de hipotecas sobre la renta disponible se están debilitando, aunque a corto plazo se verán parcialmente compensados por la evolución favorable de los salarios no agrícola y de las rentas del trabajo.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 2,3% en abril del 2004, desde el 1,7% registrado en marzo. Excluidos los alimentos y la energía, la tasa de inflación interanual creció 0,2 puntos porcentuales en abril, hasta situarse en el 1,8%. El índice de precios del gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la energía, se elevó en marzo hasta el 1,4% (en tasa interanual), desde el 1,2% registrado en febrero.

JAPÓN

En Japón, se mantiene el fuerte dinamismo del crecimiento económico. En el primer trimestre del 2004, el PIB real creció un 1,4% en tasa intertrimestral, tras el 1,7% registrado en el trimestre anterior. Los datos del PIB confirmaron que la fortaleza de la demanda exterior se ha transmitido al sector interno. El gasto en consumo privado creció con intensidad, a un ritmo del 1% en tasa intertrimestral, pese

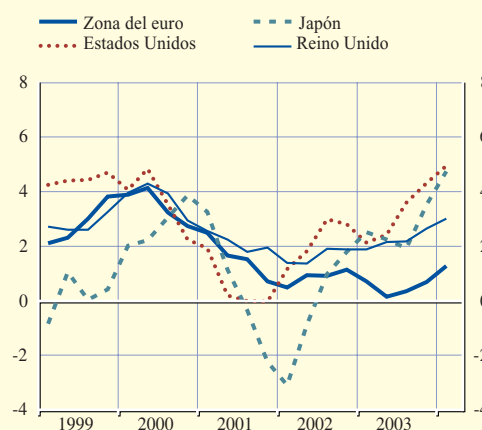
a un descenso de la remuneración por asalariado en términos reales. El gasto en inversión no residencial, cuya aportación al crecimiento había sido de las más relevantes en el trimestre precedente, se ralentizó en cierta medida durante el primer trimestre del 2004. Al mismo tiempo, la inversión pública continuó disminuyendo, como reflejo de los continuos esfuerzos del gobierno japonés por sanear las finanzas públicas. Por lo que respecta a la demanda exterior, el crecimiento de las exportaciones se redujo en el primer trimestre, hasta situarse en el 3,9% (en tasa intertrimestral), al tiempo que las contribuciones relativas al crecimiento económico de las exportaciones hacia Europa, Asia y Estados Unidos alcanzaban un mayor equilibrio. Pese a la desaceleración simultánea del crecimiento de las importaciones, la aportación de la demanda exterior neta se redujo ligeramente hasta 0,3 puntos porcentuales.

Las actuales perspectivas anticipan una continuidad de la expansión de la economía japonesa, aunque a un ritmo más moderado que el observado en los dos últimos trimestres. Se espera que la intensa actividad económica mundial continúe favoreciendo a las exportaciones, al tiempo que una gradual mejora de la situación del mercado de trabajo y de las rentas debería afectar positivamente a la demanda interna. Asimismo, se prevé que la inversión privada se mantenga relativamente sólida, conforme sugieren el intenso crecimiento de los beneficios de las empresas y la mejora de la confianza empresarial. Es probable, además, que la mejora de la situación económica se transmita progresivamente a los hogares. Sin embargo, los actuales esfuerzos de las empresas por contener los costes laborales, patentes en el estancamiento de la remuneración por asalariado y en el elevado crecimiento relativo del empleo a tiempo parcial frente al empleo a tiempo completo, con el resultado de unos menores aumentos de las rentas de los hogares, podrían frenar el consumo privado.

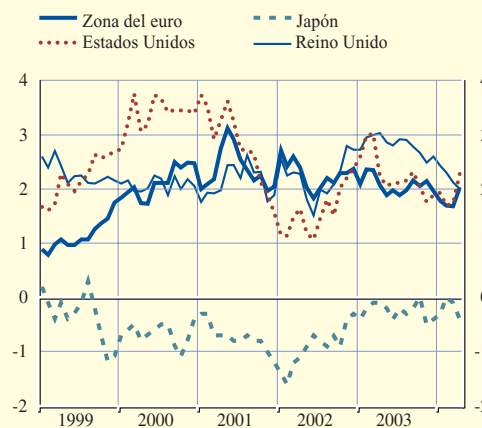
Por lo que se refiere a la evolución de los precios, aún persisten ciertas presiones deflacionistas. En abril del 2004, la tasa de variación interanual del IPC general fue de un -0,4%, situándose en un -0,2% una vez excluido el componente de alimentos frescos. El deflactor del PIB, con una caída interanual del 2,6% en el primer trimestre, mostró indicios de presiones deflacionistas más acusadas. En sus previsiones semestrales de producto y precios hechas públicas en marzo, el Banco de Japón revisó al alza el valor medio previsto de la tasa de variación del IPC, excluidos los alimentos frescos, correspondiente al ejercicio fiscal 2004, desde el -0,3% de octubre hasta el -0,2%. En este contexto, el Banco de Japón, en

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas

Crecimiento del producto¹⁾ (tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾ (tasas de variación interanuales; datos mensuales)



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

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

2) Basadas en el IAPC.

su reunión del 20 de mayo, mantuvo sin cambios su objetivo para el saldo en cuentas corrientes, situado en 30-35 billones de yenes.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la economía continuó su expansión en el primer trimestre del 2004, con un crecimiento intertrimestral del PIB real del 0,6%, frente al 0,5% del último trimestre del 2003. En el primer trimestre del 2004, el crecimiento se vio impulsado fundamentalmente por la demanda interna y, en particular, por el gasto de los hogares (con un aumento intertrimestral del 0,9%), como reflejo del mayor incremento de la renta, la sólida situación del mercado de trabajo, el importante endeudamiento de los hogares y la fortaleza del mercado de la vivienda. La formación bruta de capital fijo registró también un crecimiento significativo (del 1,1%, en tasa intertrimestral), favorecido por un avance de la inversión en todas las categorías de activos, excepto en material de transporte, al igual que el consumo público. Por otra parte, la demanda exterior neta realizó una contribución negativa al crecimiento del PIB real durante el primer trimestre del año. A corto plazo se espera el mantenimiento del intenso crecimiento del PIB por encima de su tasa tendencial.

La inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo muy por debajo del objetivo del 2% basado en el índice armonizado de inflación de la UE (1,2% en abril, tras el 1,3% registrado en el primer trimestre del 2004). La inflación de los precios de la vivienda ha vuelto a repuntar desde el pasado otoño, mientras que los indicadores de actividad en el mercado de la vivienda sugieren la persistencia a corto plazo de su actual dinamismo. El crecimiento interanual de los salarios en el conjunto de la economía fue del 5,2% en el año transcurrido hasta marzo del 2004, como reflejo de un fuerte incremento de los componentes variables. Excluidos éstos, las remuneraciones salariales también aumentaron, pero a un ritmo más lento que el crecimiento de la productividad.

El 6 de mayo de 2004 el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra elevó su tipo repo en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,25%. El Comité justificó su decisión haciendo referencia al dinamismo de la evolución macroeconómica en el Reino Unido, con un crecimiento similar o superior a su tasa tendencial y unas encuestas de opinión coherentes con una intensificación adicional de la citada evolución. Dada la probabilidad de acumulación de presiones inflacionistas como resultado del descenso de la capacidad productiva excedente y del fuerte incremento de los salarios, el Comité consideró necesario elevar el tipo repo a fin de mantener contenida la inflación y poder así cumplir el objetivo a medio plazo.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En Dinamarca, el crecimiento intertrimestral del PIB real se elevó hasta el 0,6% en el primer trimestre del 2004, dando lugar a un incremento interanual del 1,1%. El consumo privado y el aumento de las existencias fueron los principales factores impulsores del crecimiento durante el primer trimestre del año. Sin embargo, la formación bruta de capital fijo, y muy notablemente la inversión en construcción no residencial y el material de transporte, se redujo de forma sustancial, contribuyendo negativamente a la demanda interna. La tasa de inflación interanual medida por el IAPC cayó ligeramente hasta el 0,5% en abril del 2004, desde el 0,7% registrado en el primer trimestre del año, fundamentalmente como resultado de un efecto de base derivado de los precios de la energía y de unos menores precios de importación. De cara al futuro, se prevé un crecimiento adicional del PIB real, cimentado en un mayor dinamismo de la inversión y del consumo privado.

En Suecia, el PIB real intertrimestral se elevó al 0,7% en el cuarto trimestre del 2003, un 2,3% en tasa interanual, en comparación con el 0,6% registrado en el tercer trimestre. Las principales contribuciones al crecimiento del producto procedieron del consumo de los hogares y de la variación de existencias,

mientras que la demanda exterior neta realizaba una aportación de signo negativo. La inflación interanual medida por el IPC se incrementó hasta el 1,1% en abril del 2004, desde una media del 0,6% en el primer trimestre del año, principalmente como resultado de un efecto de base derivado de la subida de los precios de la energía a comienzos del 2003. En su reunión del 31 de marzo, el Sveriges Riksbank decidió rebajar el tipo repo del 2,5% al 2%, basándose en su previsión de que la inflación medida por el IPC se mantendrá a lo largo del horizonte contemplado por debajo del objetivo del banco, establecido en un 2% $\pm$ 1 punto porcentual, a consecuencia de una atenuación de las presiones internas e internacionales sobre los costes. Al mismo tiempo, se espera que el PIB real se fortalezca en consonancia con una recuperación de la inversión causada por los reducidos tipos de interés, la mayor utilización de la capacidad productiva y la confianza creciente.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el panorama económico parece haber cobrado un mayor dinamismo en los últimos meses. En Polonia, continuó el proceso de recuperación de la actividad económica, habiendo crecido el PIB real un 4,7% en tasa interanual durante el cuarto trimestre del 2003. Este crecimiento ha obedecido fundamentalmente a la satisfactoria evolución del sector exportador, aunque se ha visto favorecido en etapas más recientes por una mayor vitalidad de la demanda interna. Los indicadores a corto plazo sugieren que la actividad económica se aceleró de nuevo en el primer trimestre del 2004. La inflación interanual medida por el IAPC se elevó hasta el 2,3% en abril del 2004, desde una tasa media del 1,8% registrada en el primer trimestre del año. Esta subida se debió en gran medida a la evolución de los precios de los alimentos y de la energía.

En la República Checa, el PIB real creció un 3,1% en tasa interanual durante el cuarto trimestre del 2003. Ese crecimiento cabe atribuirlo a las aportaciones del consumo privado y de la formación bruta de capital, mientras que la contribución de la demanda exterior neta presentó un signo negativo. Los indicadores de actividad económica continuaron siendo positivos a principios del 2004, sustentados en un intenso crecimiento de la construcción y de la producción industrial, así como en la pujanza de las exportaciones. La inflación interanual medida por el IAPC, prácticamente estable desde enero del presente año —mes en que las modificaciones de la imposición indirecta y las subidas de los precios administrados provocaron un aumento de la inflación—, se situó en el 2% en el mes de abril.

En Hungría, la recuperación iniciada en el tercer trimestre del 2003 continuó durante el cuarto trimestre, con un crecimiento interanual del PIB real del 3,6%. El consumo privado fue el principal motor de ese crecimiento, aunque la inversión y las exportaciones también repuntaron. Los datos preliminares sugieren que el crecimiento del PIB ha continuado aumentando en el primer trimestre del 2004, alcanzando un 4,2% (en tasa interanual), respaldado por un fuerte incremento de la inversión. La inflación interanual medida por el IAPC creció a una tasa del 6,8% en el primer trimestre del 2004, elevándose hasta el 7% en abril. Los incrementos del IVA y de otros impuestos indirectos aplicados a inicios del año en curso fueron los principales factores responsables de la citada evolución. El Magyar Nemzeti Bank ha reducido en tres ocasiones desde comienzos de marzo su tipo de interés oficial, totalizando un punto porcentual, hasta situarlo en el 11,5%.

En los nuevos Estados miembros de la UE de menor dimensión, el crecimiento del producto mantuvo, en general, su vigor en torno a finales de año, así como durante los primeros meses del 2004, con un crecimiento de la producción industrial particularmente intenso en los países bálticos y en Eslovaquia. En cambio, la recuperación parece ser más moderada en Eslovenia, Malta y Chipre. La inflación repuntó en algunos de los nuevos Estados miembros de la UE de menor dimensión, incluido Letonia, principalmente como reflejo de modificaciones del IVA o de subidas de los precios de importación. La inflación se redujo en otra serie de países, por ejemplo en Eslovenia, donde ha venido disminuyendo de forma gradual desde noviembre del 2003, hasta situarse en un 3,6% en abril del año en curso. También

se registró una cierta moderación de la inflación en Eslovaquia, si bien la inflación medida por el IAPC, situada en el 7,8% en el mes de abril, continuaba siendo la más elevada de los nuevos Estados miembros de la UE (atribuible en buena medida a modificaciones previas de los precios administrados y de los impuestos indirectos).

En Suiza, el crecimiento intertrimestral del PIB ascendió al 0,4% en el primer trimestre del 2004, confirmando la consolidación de la recuperación económica observada desde el segundo semestre del pasado año. La demanda interna realizó una aportación positiva al crecimiento económico, debido a un aumento de la confianza de hogares y empresas. La mejora de la economía mundial también propició un fuerte incremento de las exportaciones. De cara al futuro, los indicadores adelantados recientemente publicados sugieren una continuidad de la dinámica de crecimiento. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC subió hasta el 0,5% en abril, desde el -0,1% registrado en marzo. Aun cuando parte de este incremento obedeció a factores específicos, la tendencia deflacionista observada desde finales del pasado año parece haberse acabado.

Por último, la economía ha continuado creciendo con rapidez en Rusia. El PIB real aumentó un 8% en tasa interanual en el primer trimestre del año, en un contexto de elevados precios del petróleo y de fortaleza de la inversión y del consumo privado.

ASIA, EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, la actividad económica volvió a acelerarse en el primer trimestre del 2004. Las exportaciones crecieron con rapidez en casi todas las principales economías de la región, aprovechando la recuperación de la demanda mundial de productos relacionados con las tecnologías de la información y las comunicaciones y la fuerte demanda de Estados Unidos y China. Asimismo, la demanda interna se mostró pujante, especialmente en China, la India, Singapur, Taiwan y Tailandia. La inflación se mantuvo por lo general estancada, excepto en China y Tailandia, países donde las presiones inflacionistas han venido cobrando fuerza.

La economía china continuó creciendo con intensidad durante el primer trimestre del 2004. El crecimiento del PIB ascendió hasta situarse en el 9,8% en tasa interanual, muy por encima del objetivo del 7% fijado por el gobierno para el 2004. Durante ese mismo trimestre, la inversión en activo fijo se elevó hasta el 47,8%, mientras que el valor añadido industrial creció un 17,7%. Las importaciones crecieron a un ritmo superior al de las exportaciones durante los cuatro primeros meses del 2004, con el resultado de un déficit comercial de 10,7 mm de dólares estadounidenses. La inflación medida por el IPC aumentó hasta el 3,8% en abril, la tasa más alta de los últimos siete años. Diversas agencias del gobierno chino parecen haber alcanzado un consenso al diagnosticar que en marzo pasado la economía se encontraba en situación de “sobrecalentamiento”, y han adoptado una serie de medidas correctoras, incluidos unos controles más severos sobre el uso de la tierra y unas regulaciones más estrictas en la concesión de crédito a los sectores del acero, cemento, aluminio e inmobiliario. En este contexto, el Banco Central de China elevó a finales de abril el coeficiente de reservas de los bancos comerciales en otros 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 7,5% (el 8% en el caso de algunos bancos más pequeños con un coeficiente de solvencia reducido).

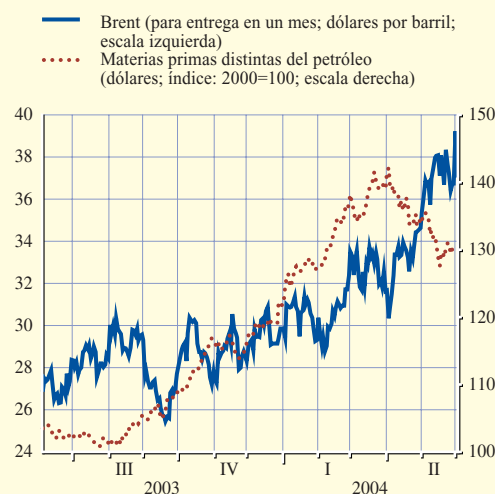
En Corea del Sur, la actividad económica continuó acelerándose, con un crecimiento del PIB del 5,3% en tasa interanual durante el primer trimestre del 2004. Esta favorable evolución obedece casi por completo a la demanda exterior neta, ya que la demanda interna mantuvo un tono muy débil, como evidencia la nueva contracción del consumo privado en términos interanuales registrada durante el primer trimestre del 2004. La inflación subyacente medida por el IPC se mantuvo en tasas inferiores al objetivo del 3% establecido por el banco central.

De cara al futuro, las perspectivas económicas siguen siendo favorables en Asia, excluido Japón, como reflejo de su dinámica de crecimiento interno. En particular, se prevé una aceleración continuada del consumo privado en las principales economías de la región.

AMÉRICA LATINA

De las últimas informaciones disponibles se desprende nueva evidencia de la recuperación económica en curso en América Latina. La economía mexicana ha mejorado considerablemente en los últimos meses. Así, la producción industrial registró durante el primer trimestre del 2004 el mayor crecimiento interanual de los últimos tres años. En Brasil, el dato de producción industrial de marzo continuó, por séptimo mes consecutivo, situándose por encima de los niveles existentes un año antes. Asimismo, la actividad exportadora y la inversión empresarial han mantenido su pujanza, mientras que la evolución del gasto en consumo se ha mantenido moderada. Por otra parte, la economía argentina todavía sigue creciendo a un ritmo muy rápido. Estos favorables resultados se han obtenido en un contexto de incertidumbre acerca de las negociaciones sobre la deuda exterior del país, previniéndose una ligera desaceleración tras la reciente aparición de escaseces en el suministro de energía.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Datastream y HWWA.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se elevaron en mayo, impulsados en parte por una fuerte demanda. La escalada de violencia en Oriente Medio acrecentó la inquietud acerca de la seguridad de los suministros de crudo e introdujo presiones alcistas sobre los precios, habiendo alcanzado así el precio del Brent los 36,65 dólares estadounidenses (30 euros) el 1 de junio. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo se mantengan elevados a lo largo del año, pese a que la situación de la oferta y la demanda parece ir encaminada hacia unos precios más bajos.

A consecuencia de la mejora de la situación económica internacional, la demanda ha experimentado una recuperación en otros mercados de materias primas, con el resultado de que, a comienzos de abril del 2004, los precios de las materias primas no energéticas alcanzaron su nivel más alto en muchos años. Desde esa fecha, los precios han retrocedido ligeramente. Así, los precios en dólares estadounidenses de las materias primas no energéticas fueron en mayo del presente año un 26% más elevados que en el mismo período del año anterior.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas de la economía mundial han mejorado en los últimos meses, y los riesgos que le afectan continúan estando equilibrados. Unas condiciones de financiación aún bastante favorables y la expansión relativamente intensa del comercio mundial podrían sentar las bases de un crecimiento por

encima de lo esperado. Sin embargo, al mismo tiempo, la rápida subida de los precios del petróleo ha suscitado inquietud acerca de sus posibles repercusiones negativas sobre la recuperación mundial. Además, persiste la preocupación por los riesgos geopolíticos, y las expectativas existentes en los mercados sobre el endurecimiento de las condiciones generales de liquidez se han acentuado en cierta medida durante los últimos meses.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó su tendencia a la baja en abril de 2004, reflejando la normalización en curso del comportamiento de las carteras de los sectores tenedores de dinero, que supuso un nuevo desplazamiento por motivos de precaución en favor de activos financieros a largo plazo. Con todo, el crecimiento de M3 se mantuvo relativamente vigoroso, en parte debido al efecto estimulante de los reducidos tipos de interés en la demanda de activos líquidos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado permaneció relativamente elevada, como consecuencia de la fuerte demanda de los hogares, aunque la demanda de las sociedades no financieras fue más contenida. Debido a la lentitud con que se está llevando a cabo la reestructuración de los anteriores desplazamientos de cartera, en la zona del euro continúa habiendo más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

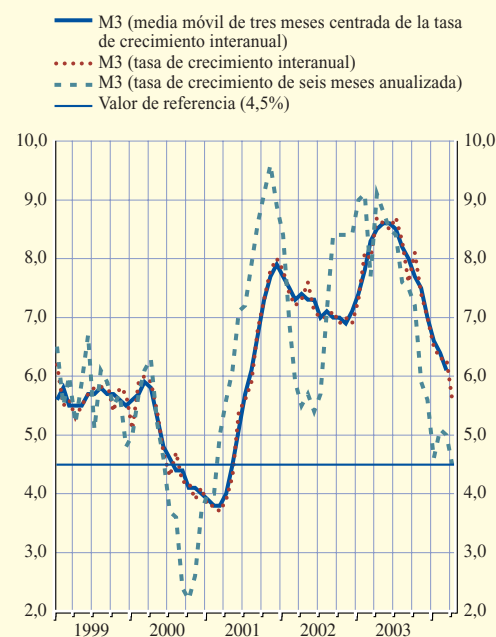
La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 5,6% en abril del 2004, desde el 6,3% del mes anterior y el máximo del 8,5% registrado en el segundo trimestre del 2003 (véase gráfico 3). La disminución del crecimiento de M3 observada desde mediados del 2003 es aún más evidente en la evolución a más corto plazo. La tasa de crecimiento de seis meses anualizada de M3 fue del 4,5% en abril.

La moderación del crecimiento de M3 constituye la continuación de una tendencia que se hizo patente a partir del verano del 2003, y sugiere que se está produciendo una lenta normalización del comportamiento de las carteras de los hogares y las empresas a medida que ha mejorado la situación de los mercados financieros. No obstante, en términos históricos, el crecimiento de M3 se está moderando con relativa lentitud, debido a la gran cautela con que se están reajustando las carteras. Por otra parte, es posible que el bajo nivel de los tipos de interés y, por consiguiente, el reducido coste de oportunidad de mantener activos monetarios, estén causando un impacto al alza en el crecimiento monetario, en particular, estimulando la demanda de los instrumentos más líquidos incluidos en el agregado monetario estrecho M1. Además, considerando que el nivel de confianza de los consumidores sigue siendo reducido, no puede descartarse que la incertidumbre económica haya continuado impulsando la demanda de dinero por motivos de precaución.

A pesar de la moderación del crecimiento de M3, el exceso de liquidez acumulado resultante de anteriores desplazamientos de cartera ha seguido siendo considerable, y en la zona del euro continúa habiendo más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista. Esto se observa en la evolución de las medidas de las brechas monetarias nominal y real, que muestran la desviación acumulada del crecimiento de M3 con respecto a su valor de referencia desde comienzos de 1999¹. En los últimos meses,

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

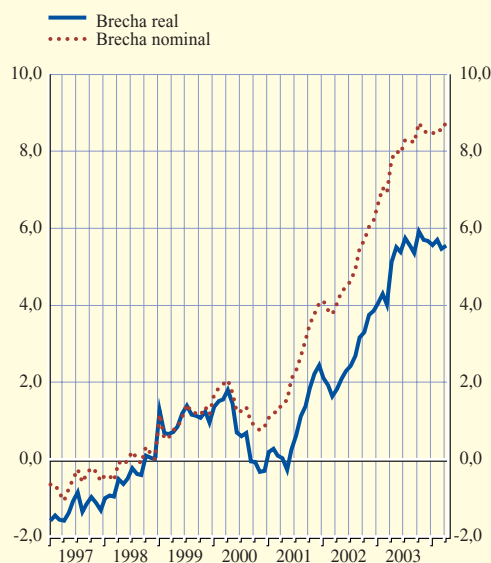
(tasas de variación interanuales; ajustadas de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 4 Estimaciones de las brechas monetarias nominal y real

(en porcentaje del saldo de M3; ajustadas de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

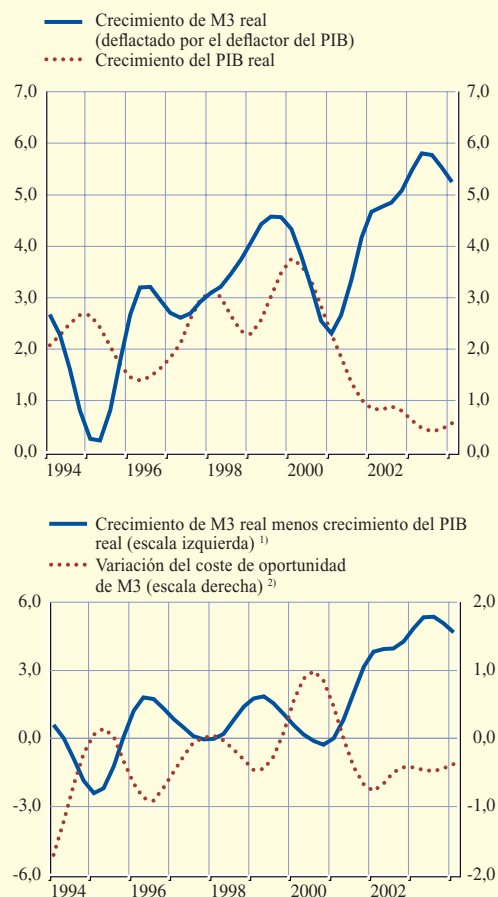
Nota: Véase la nota 1 a pie de página para más detalles.

estas medidas se han estabilizado, pero permanecen en niveles elevados (véase gráfico 4). Aunque el nivel absoluto de estas medidas debe interpretarse con cierta cautela porque depende, fundamentalmente, de la elección del período base, apunta a la persistencia de un considerable exceso de liquidez en la zona del euro.

La persistencia del exceso de liquidez en la zona del euro se debe, principalmente, a los desplazamientos de cartera efectuados anteriormente, sobre todo en el período de elevada volatilidad de los mercados de valores y de caída de las cotizaciones bursátiles, entre el 2001 y el 2003. La naturaleza extraordinaria del comportamiento de las carteras durante el citado período puede verse en el gráfico 5, en el que se compara el crecimiento interanual de M3 en términos reales con el del PIB real (parte superior), y el diferencial entre estas dos variables y la variación del coste de oportunidad de M3 (parte inferior). Como se desprende del gráfico, el mayor crecimiento interanual de M3 en términos reales en comparación con el del PIB real no puede tener su origen únicamente en la disminución del coste de oportunidad de M3.

Gráfico 5 M3 real, PIB real y costes de oportunidad de M3

(medias móviles de cuatro trimestres de las tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Para el primer trimestre del 2004 se supone que las tasas de crecimiento interanuales del PIB real y del deflactor del PIB son iguales a las del cuarto trimestre del 2003. Los datos de M3, del PIB y del deflactor del PIB están desestacionalizados.

1) Calculado como la diferencia entre el crecimiento de M3 deflactado por el deflactor del PIB y el crecimiento del PIB real.

2) El coste de oportunidad de M3 se define como la diferencia entre el tipo a tres meses del mercado monetario y el rendimiento propio de M3.

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

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tendencia a la baja del crecimiento de M3 observada desde mediados del 2003 se ha visto impulsada por todos sus componentes principales. Aunque la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 descendió hasta el 10,9% en abril, desde el 11,4% del mes precedente, se mantuvo relativamente elevada (véase cuadro 1). La fortaleza de M1 obedeció al intenso crecimiento de sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista. El vigoroso crecimiento interanual del efectivo en circulación fue consecuencia de la persistente reposición a niveles previos de las tenencias de efectivo por parte de los residentes en la zona del euro tras la introducción de la moneda única y de la fuerte demanda del extranjero. La demanda de depósitos a la vista continuó estimulada por el reducido coste de oportunidad de mantener estos instrumentos, muy líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó considerablemente en el segundo semestre del 2003 y primeros meses del 2004, hasta situarse en el 1,8% en abril. Esta evolución tuvo su origen en una tasa de descenso interanual más pronunciada de los depósitos hasta dos años, y en la disminución del crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses. Un destacado factor determinante de la desaceleración de la demanda de estos instrumentos parece ser su baja remuneración, que aumenta ligeramente el atractivo de los depósitos a la vista por su mayor liquidez.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 ha descendido con relativa rapidez desde principios del 2003, hasta situarse en el 1,4% en abril del 2004 (frente al 9,8% del segundo trimestre del 2003). Esta evolución obedece, principalmente, a la caída de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario (hasta el 6,9% en abril del 2004, desde el 17,5% en el segundo trimestre del 2003), como consecuencia de la reducción de la demanda de estos activos, seguros pero con una remuneración baja, en una situación de mejora gradual de los mercados financieros. La disminución de la demanda de instrumentos negociables por los hogares y las empresas de la zona del euro es aún más evidente si se considera su trayectoria a más corto plazo. Por

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales						
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2003 Mar	2004 Abr
M1	44,5	10,1	11,3	11,4	11,0	11,0	11,4	10,9
Efectivo en circulación	6,5	38,9	35,7	29,6	26,5	24,0	22,7	21,1
Depósitos a la vista	38,0	6,5	8,1	8,8	8,7	9,0	9,6	9,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,9	4,4	5,5	5,8	4,8	3,5	2,4	1,8
Depósitos a plazo hasta dos años	15,9	0,4	0,0	-1,4	-3,0	-4,3	-6,2	-7,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,9	7,7	10,0	11,6	11,0	9,5	8,9	8,6
M2	85,4	7,1	8,3	8,5	7,9	7,2	6,9	6,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,6	10,5	9,8	7,4	5,8	2,4	3,2	1,4
M3	100,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,5	6,3	5,6
Crédito a residentes en la zona del euro	169,1	4,3	4,7	5,3	5,9	5,9	6,1	6,1
Crédito a las Administraciones Públicas	36,4	2,1	3,5	4,9	6,6	6,0	6,7	6,3
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,4	-1,1	-0,4	1,0	1,5	1,2	2,3	2,1
Crédito al sector privado	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,9	5,9	6,0
Préstamos al sector privado	115,3	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5	5,5	5,6
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	52,0	5,0	5,3	5,5	6,4	7,2	7,8	8,5

Fuente: BCE.

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

ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de seis meses anualizada de los instrumentos negociables incluidos en M3 se tornó negativa en abril.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las principales contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se ha estabilizado en los últimos meses, hasta situarse en un nivel relativamente elevado, el 5,6%, en abril (frente al 4,6% del segundo trimestre del 2003). Es probable que la estabilización del crecimiento de los préstamos en niveles ligeramente más altos que los del primer semestre del 2003 obedezca a las mejores perspectivas económicas y a los reducidos tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro.

La relativamente elevada tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado oculta considerables diferencias entre sectores. Por un lado, la demanda de préstamos por parte de los hogares se mantuvo elevada, ya que su tasa de crecimiento interanual se aproximó al 7% en abril, debido, principalmente, a la intensa demanda de préstamos para adquisición de vivienda resultante de los reducidos niveles de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y del pronunciado aumento del precio de la vivienda en algunos países de la zona del euro. Por otro lado, la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente moderada (la tasa de crecimiento interanual fue del 3,5% en abril), aunque en niveles que, en términos reales, no son excepcionalmente bajos históricamente si se toma en consideración la situación del ciclo económico (véase el recuadro 1, en el que se considera la trayectoria reciente de los préstamos a las sociedades no financieras con mayor detalle).

La tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro, fue del 6,1% en abril. Entre los componentes de este agregado, el crédito a las Administraciones Públicas continuó elevándose a un ritmo relativamente rápido en términos interanuales (el

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

(fin de trimestre; sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	Saldos vivos en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales					
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 Abr
Sociedades no financieras	42,5	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,5
Hasta un año	31,3	-1,0	0,5	-1,0	-0,8	-2,1	-1,8
De uno a cinco años	17,2	5,8	2,4	4,4	3,0	3,7	4,2
Más de cinco años	51,5	6,4	6,2	6,4	6,4	6,7	6,9
Hogares²⁾	49,7	5,8	5,4	5,7	6,4	6,7	6,8
Crédito al consumo ³⁾	13,6	3,2	3,4	2,8	3,1	4,6	4,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	67,4	7,6	7,2	7,4	8,0	8,2	8,5
Otras finalidades	19,0	1,0	1,1	2,1	3,7	2,8	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	8,3	5,0	10,4	12,8	9,5	10,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,1	1,6	3,3	5,7	11,6	10,6	9,4

Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, incluido el Eurosistema; la clasificación sectorial se basa en el SEC95.

Para más información, véanse las notas del cuadro 2.4, en la sección «Estadísticas de la zona del euro», y las notas técnicas pertinentes.

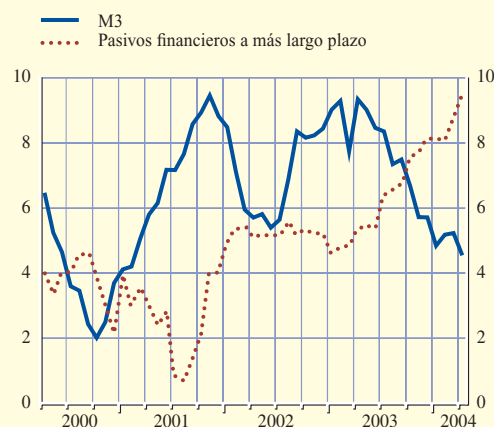
1) A fin del último trimestre disponible. Préstamos a los sectores en porcentaje del total de préstamos de las IFM al sector privado; detalle por plazo y por finalidad en porcentaje de los préstamos concedidos por las IFM a los sectores respectivos. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Según la definición de hogares en el SEC 95.

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

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

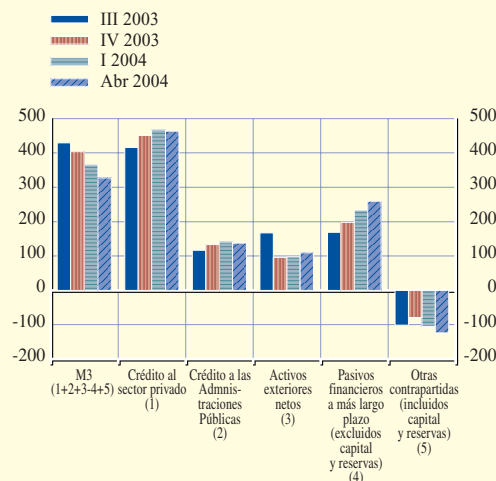
(tasas de variación de seis meses anualizadas)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.

6,3% en abril), debido, probablemente, a la mayor necesidad de financiación del sector público en algunos países de la zona del euro.

En lo que respecta a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) se elevó considerablemente en los primeros meses del 2004, situándose en el 8,5% en abril (desde el 7,8% del mes anterior y el 5,3% del segundo trimestre del 2003). Es posible que el aumento de la demanda de estos instrumentos se deba a una reestructuración de carteras, sustituyendo activos monetarios por otros a más largo plazo (véase gráfico 6), y, por lo tanto, representa una parte de la normalización general del comportamiento de las carteras en un contexto de mejora de la situación de los mercados financieros observada en los últimos meses. Probablemente, también refleja el aumento relativo de la pendiente de la curva de rendimientos, que ha hecho que los activos a más largo plazo resulten más atractivos para los inversores (véase, también, el recuadro 2 sobre la evolución reciente de los fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro).

Por último, la variación interanual de los activos exteriores netos de las IFM se mantuvo relativamente reducida, en términos absolutos, en los tres meses transcurridos hasta abril, tras registrar un incremento intermensual muy elevado en enero. La evolución observada en los primeros meses del 2004 interrumpió una tendencia a la baja que se había puesto de manifiesto en el segundo semestre del 2003. Dado que la evolución de los activos exteriores netos de las IFM refleja las transacciones entre residentes y no residentes en la zona del euro que se liquidan a través del sector de las IFM de la zona, esta evidencia indica, provisionalmente, que la demanda de valores de renta variable y de renta privada extranjeros por parte de los inversores de la zona del euro se ha estabilizado en los primeros meses de este año.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, la actual moderación del crecimiento de este agregado obedece al mayor crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), que apunta a una reestructuración de carteras en favor de estos instrumentos. Al mismo tiempo, la relativamente intensa expansión del crédito de las IFM a los residentes en la zona del euro continuó influyendo positivamente en el crecimiento de M3.

Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Los préstamos concedidos por las IFM han representado tradicionalmente la fuente principal de financiación externa para las sociedades no financieras de la zona del euro, constituyendo cerca del 85% de su endeudamiento total a finales del 2003. Dada la especial importancia de estos préstamos para la financiación de las empresas de la zona, su evolución podría tener notables repercusiones en la actividad económica de la zona del euro en su conjunto.

En los últimos años, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras ha sido bastante moderada, especialmente si se compara con las tasas observadas entre los años 1999 y 2001. Desde mediados del 2002, el crecimiento interanual de los préstamos nominales concedidos por las IFM a las sociedades no financieras ha fluctuado entre el 3% y el 4%.

Dada la situación del ciclo económico, el ritmo actual de crecimiento de los préstamos no es excepcionalmente bajo en términos históricos. El gráfico A sugiere que cuando el crecimiento del PIB real cae por debajo de su media a largo plazo, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, en términos reales, tiende también a crecer por debajo de sus tasas medias (con algunas excepciones, como a mediados de los años noventa). Esta regularidad empírica parece haberse mantenido durante el período de debilidad económica experimentado en los últimos años. El gráfico sugiere, asimismo, que el crecimiento de los préstamos a empresas tiende a ir por detrás del crecimiento económico de la zona del euro, lo que implica que la evolución actual de los préstamos podría seguir reflejando aún la anterior moderación de la actividad económica.

El análisis de países presentado en el gráfico B confirma el efecto de la situación del ciclo económico en la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras en los últimos años. En el gráfico se representa la tasa media de crecimiento interanual del PIB nominal entre los años 2001 y 2003, frente a la de los préstamos a sociedades no financieras durante el mismo período. Se observa una correlación positiva entre el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y el crecimiento económico.

Gráfico A Préstamos reales a las sociedades no financieras y PIB real

(tasas de variación interanuales)

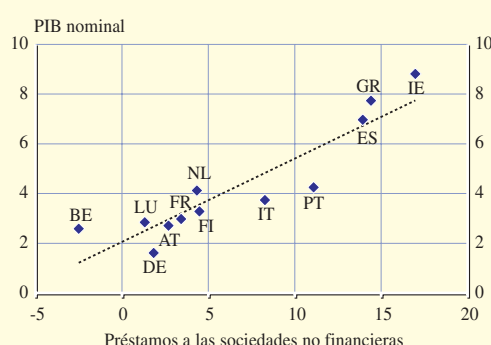


Fuente: BCE.

Nota: La línea horizontal indica la tasa media de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, en términos reales (deflactados por el deflactor del PIB) y el PIB real durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1982 y el primer trimestre del 2004 (3,1% y 2,1%, respectivamente).

Gráfico B Préstamos a las sociedades no financieras y PIB desde el 2001 al 2003

(tasas de variación interanuales, media del período)



Fuente: BCE.

Nota: La línea de puntos denota una interpolación lineal. En el gráfico se representa la tasa media de crecimiento interanual del PIB nominal entre el 2001 y el 2003 frente a la tasa media de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras durante el mismo período.

Es importante tener en cuenta que el análisis presentado en los gráficos A y B no considera el efecto de otras variables que pueden influir en la evolución de los préstamos, sobre todo el coste real de la financiación. Tras el paso a un régimen de inflación baja y estable, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos en la zona del euro han caído en los últimos años —en términos reales— hasta sus niveles más bajos desde el comienzo de los años ochenta. Es de esperar que una reducción permanente del coste medio real de los préstamos vaya acompañada de un incremento estructural del volumen de préstamos reales concedidos a las sociedades no financieras.

Al mismo tiempo, es posible que en los últimos años una serie de factores haya tenido, asimismo, una influencia moderadora en el crecimiento de los préstamos a empresas. En primer lugar, la persistencia de un exceso de endeudamiento considerable, acumulado durante el período 1999-2001, puede haber presionado a la baja sobre el crecimiento de los préstamos. No obstante, la magnitud global del impacto del exceso de endeudamiento en el crecimiento de los préstamos sigue sin estar clara. Aunque su efecto puede ser relevante para las pequeñas y medianas empresas más débiles desde el punto de vista financiero, así como para las empresas muy endeudadas en algunos sectores concretos, el hecho de que las sociedades no financieras en su conjunto continúen acumulando activos líquidos a un ritmo elevado (véase el gráfico C9 del apéndice sobre «Estadísticas de la zona del euro») no indicaría que las empresas se encuentran limitadas a nivel agregado en su acceso a la financiación.

En segundo lugar, no puede descartarse que algunas empresas puedan haber aprovechado el coste relativamente bajo de emitir deuda durante el año 2003 para cubrir por adelantado sus necesidades de financiación a través de la emisión de valores de renta fija (véase gráfico 8 del texto principal).

En tercer lugar, la mejora de la rentabilidad de las empresas en los últimos trimestres (como indican, por ejemplo, la rentabilidad por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX amplio) sugiere que puede haber aumentado la disponibilidad de financiación interna para las empresas, reduciéndose, por tanto, su demanda de préstamos bancarios.

En cuarto lugar, hay que tener en cuenta que la aparición de un mercado de renta fija privada para el conjunto de la zona del euro y el rápido crecimiento de la intermediación financiera a través de las instituciones financieras no monetarias han llevado en los últimos años a una mayor diversificación del endeudamiento de las sociedades no financieras¹. Ciertamente, en esos años, el crecimiento de la financiación total de las sociedades no financieras ha estado siempre por encima del de los préstamos (véase cuadro 4 del texto principal).

Resumiendo, distintos factores pueden explicar la actual moderación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, siendo el más importante de todos la situación actual del ciclo económico. Asimismo, más recientemente, la mayor disponibilidad de financiación interna puede haber contribuido a una reducción de la demanda de préstamos —y de financiación en general— por parte de las sociedades no financieras. En este sentido, el hecho de que hayan continuado acumulando activos líquidos a un ritmo rápido indica que el sector en su conjunto no está limitado en su financiación por nuevos proyectos de inversión en el clima actual de recuperación económica. Esta rápida acumulación de tenencias líquidas parecería indicar, por el contrario, que, en promedio, el sector empresarial ha decidido «esperar y ver», hasta que se produzca una mayor deman-

¹ Véase el artículo titulado «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro» en el Boletín Mensual de noviembre del 2003.

da antes de empezar nuevamente a invertir más en capital fijo. Desde una perspectiva a largo plazo, las actuales tasas de crecimiento de los préstamos pueden reflejar también la aparición de formas alternativas de financiación mediante emisión de deuda.

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

La moderación del crecimiento de M3 observada desde el verano del 2003 parece persistir, aunque a un ritmo todavía moderado. Dada la lentitud con la que se está efectuando la reestructuración de carteras, en la zona del euro sigue habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. La cuestión de si este exceso de liquidez se traducirá en presiones inflacionistas en el medio plazo depende, en gran medida, de la velocidad a la que se realice la citada reestructuración de carteras y de la fortaleza de recuperación económica de la zona del euro. En una fase de recuperación cíclica, el exceso de liquidez podría entrañar riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. En consecuencia, es importante efectuar un atento seguimiento de la evolución futura del exceso de liquidez, así como de la evidencia sobre la intensidad de la recuperación económica de la zona del euro.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

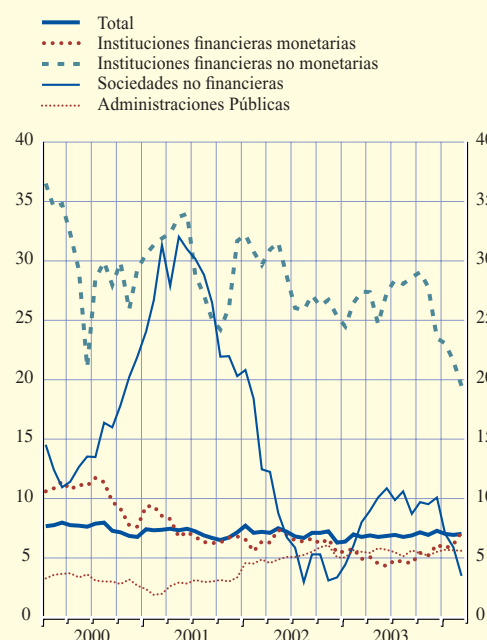
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro apenas experimentó variaciones en el primer trimestre del 2004. Esto se debió al aumento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, que se vio compensada por un considerable descenso de la tasa de crecimiento de este tipo de valores emitidos por las sociedades no financieras. Durante el citado trimestre, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, pero se mantuvo moderada.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro apenas registró variaciones en el primer trimestre del 2004, y se situó en el 7%, desde el 7,1% del último trimestre del 2003 (véase gráfico 8), debido al acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo, hasta el 3,3%, en el primer trimestre del 2004, que se vio casi totalmente compensado por un incremento moderado de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo, el 7,5%, durante el citado período. Una explicación posible a este diferencial es que los emisores han aprovechado las condiciones de financiación a largo plazo, que continúan siendo favorables en términos históricos, para ampliar el vencimiento medio de su deuda en los últimos meses, a pesar del marcado diferencial entre los tipos de interés a largo y a corto plazo.

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y están ajustadas por reclasificaciones, revaloraciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Considerando el detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se elevó 0,9 puntos porcentuales, hasta el 6,2%, en el primer trimestre del 2004 (véase cuadro 3). Es posible que esta trayectoria haya estado relacionada, en parte, con las mejores condiciones de financiación y del crédito de las IFM, según indica la tendencia a la baja de los diferenciales de bonos emitidos por las IFM y una valoración más positiva, en general, de las instituciones de este sector por las agencias de calificación crediticias. Al mismo tiempo, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector está relacionado, probablemente, con el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo durante el citado período (véase sección 2.1).

En lo que respecta al sector de sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se redujo 4,1 puntos porcentuales, hasta el 14,4%, en el primer trimestre del 2004. Esta disminución obedeció, en cierta medida, al pronunciado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, de 3 puntos porcentuales, hasta el 6,5%, en el primer trimestre del 2004. Esta trayectoria (que obedece, entre otros factores, al aumento de la financiación interna, véase el recuadro 1) puede deberse a efectos de base ya que las empresas han aprovechado, en parte, el bajo rendimiento de los valores de renta fija privada en el 2003 para financiar por adelantado parte de sus necesidades de financiación para el presente año. De hecho, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este sector fue elevada, del 8,6%, en el 2003. En cuanto a los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de este tipo de valores disminuyó 5,6 puntos porcentuales, hasta el 22%, en el primer trimestre del 2004. La persistencia de una elevada actividad emisora por parte de este sector tiene su origen, en parte, en las emisiones indirectas de esta clase de valores por las sociedades no financieras a través de filiales financieras y entidades de propósito especial. Además, la emisión por parte de las instituciones financieras no monetarias también obedece al proceso de titulación que está teniendo lugar en la zona del euro, consistente en emitir nuevos valores negociables respaldados por activos existentes como hipotecas, tarjetas de crédito u otros activos (incluidas cuentas pendientes de cobro). Una proporción amplia de esta actividad emisora tiene su origen en el sector de las IFM.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldos vivos (mm de euros) 2004 I	Tasas de crecimiento interanuales ¹⁾				
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
Valores distintos de acciones	8.951	6,6	6,8	6,9	7,1	7,0
IFM	3.395	5,5	4,7	4,7	5,3	6,2
Instituciones financieras no monetarias	695	25,8	26,5	28,2	27,6	22,0
Sociedades no financieras	587	5,4	9,5	10,1	9,5	6,5
Administraciones Públicas	4.272	5,3	5,6	5,4	5,4	5,6
De las cuales:						
Administración Central	4.041	4,3	4,7	4,7	4,6	4,9
Otras Administraciones Públicas	231	30,9	29,5	23,0	22,5	21,5
Acciones cotizadas	3.766	0,7	1,0	1,1	1,1	1,3
IFM	571	0,6	0,8	0,8	1,3	1,8
Instituciones financieras no monetarias	354	0,2	1,6	2,1	2,4	3,1
Sociedades no financieras	2.839	0,8	1,0	1,0	0,9	1,0

Fuente: BCE.

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

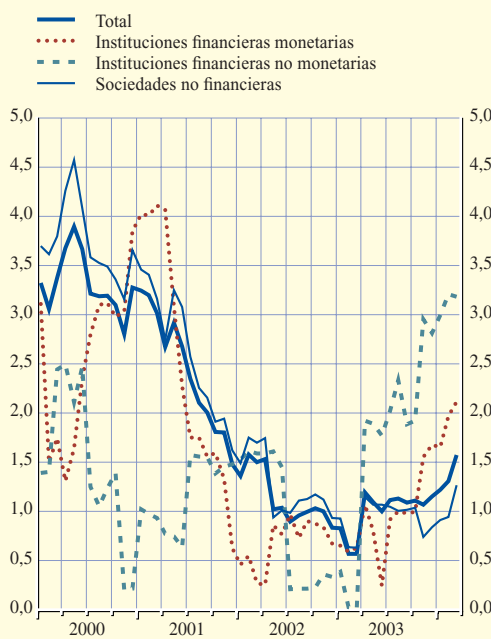
En lo que concierne al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se elevó hasta el 5,6% en el primer trimestre del 2004, desde el 5,4% del trimestre precedente. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se incrementó 0,3 puntos porcentuales, hasta el 4,9%, en el primer trimestre del 2004, al tiempo que la de los valores distintos de acciones emitidos por las otras Administraciones Públicas, principalmente, las Administraciones Regionales y Locales, disminuyó levemente, aunque se mantuvo elevada.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se elevó ligeramente, desde el 1,1% del último trimestre del 2003 hasta el 1,3% del primer trimestre del 2004 (véanse gráfico 9 y cuadro 3). En lo que se refiere al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan casi las tres cuartas partes del saldo vivo total, ascendió levemente, hasta el 1%, en el primer trimestre del 2004. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se incrementó desde el 1,3%, en el último trimestre del 2003, hasta el 1,8% del primer trimestre del 2004, continuando con la tendencia al alza observada en este sector desde el primer trimestre del 2003, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias aumentó 0,7 puntos porcentuales, hasta el 3,1%, en el primer trimestre del 2004. En general, la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro se ha mantenido moderada en los últimos trimestres. No obstante, existe evidencia anecdótica de los datos sobre emisiones anunciadas que apuntan a una mejora en la emisión de este tipo de valores en los próximos meses.

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

Nota: Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y están ajustadas por reclasificaciones, revaloraciones, y otros cambios que no se deriven de operaciones.

2.3 INVERSORES INSTITUCIONALES

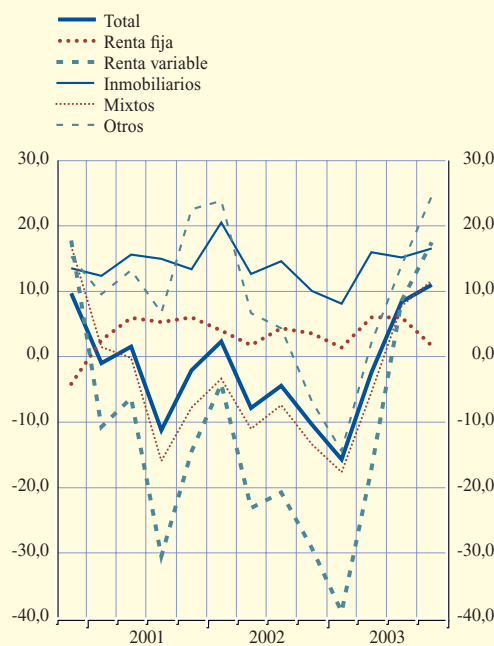
Los datos sobre inversiones financieras por parte de los fondos de inversión, las empresas de seguros y los fondos de pensiones en el último trimestre del 2003 confirman el renovado interés de los inversores institucionales por los valores de renta variable.

FONDOS DE INVERSIÓN

La tasa de variación interanual del valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro continuó incrementándose en el último trimestre del 2003 (véase gráfico 10). En general, la tasa de variación interanual se elevó desde el -16%, a comienzos del 2003, hasta el 11% al final del cuarto trimestre. Las variaciones en el valor de los activos totales de los fondos de inversión obedecieron a un pronunciado aumento de la tasa de variación interanual de los activos totales en poder de los fondos de

Gráfico 10 Activos totales de los fondos de inversión (detalle por política de inversión)

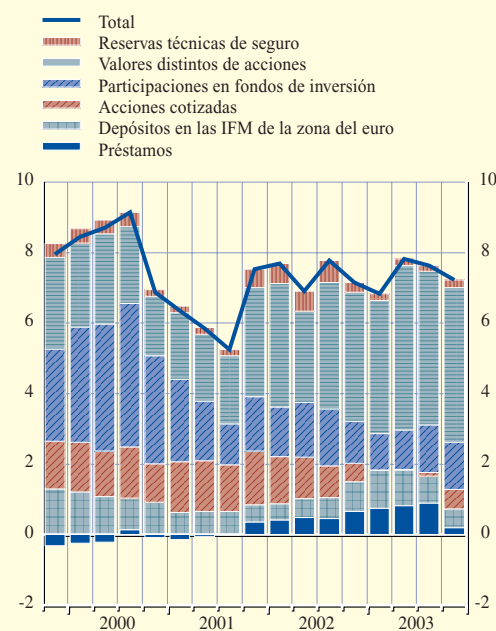
(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 11 Inversión financiera de las empresas de seguro y los fondos de pensiones de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanuales; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

renta variable, que se elevó del -39% en el primer trimestre del 2003 al 17% del último trimestre. En comparación, la tasa de variación interanual del valor de los activos totales en poder de los fondos de renta fija experimentó muchas menos fluctuaciones, y tras elevarse del 1%, en el primer trimestre del 2003, al 6% en el segundo y tercer trimestres, posteriormente volvió a descender, hasta el 2%, en el último trimestre del 2003.

La evolución de los fondos de renta variable se vio impulsada, en gran medida, por la pronunciada subida de las cotizaciones bursátiles y por las suscripciones netas de participaciones en fondos de renta variable. El índice Dow Jones EURO STOXX amplió aumentó aproximadamente el 20% entre el primero y el último trimestre del 2003. Los datos de la *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* muestran incrementos de los flujos netos hacia fondos de renta variable entre el segundo y el cuarto trimestre del 2003, mientras que los flujos netos hacia fondos de renta fija disminuyeron (véase recuadro 2).

EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

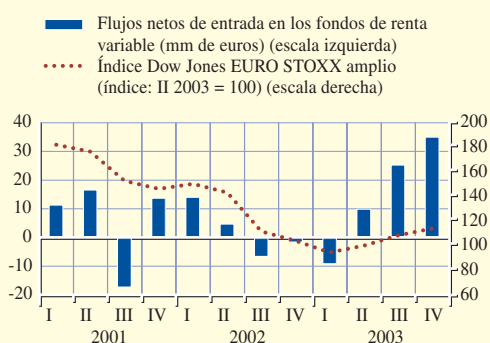
La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro disminuyó levemente, desde el 7,6% del tercer trimestre del 2003 hasta el 7,2% del cuarto trimestre (véase gráfico 11). Esta trayectoria obedeció a la menor contribución de los préstamos concedidos por las empresas de seguros y los fondos de pensiones, y de los depósitos efectuados por éstas, a la tasa de crecimiento interanual del conjunto de sus inversiones financieras, que, en parte, se vieron compensadas por el aumento de la contribución de las adquisiciones netas de acciones cotizadas por las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La mayor contribución de las acciones cotizadas es coherente con el renovado interés por el mercado de renta variable observado en el sector de fondos de inversión en el 2003.

Recuadro 2

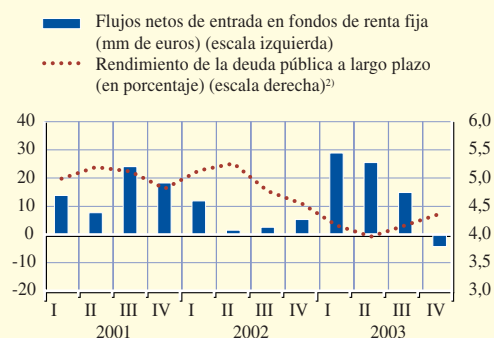
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FLUJOS NETOS DE ENTRADA EN LOS FONDOS DE RENTA FIJA Y DE RENTA VARIABLE DE LA ZONA DEL EURO

Flujos netos de entrada en los fondos de renta fija y de renta variable¹⁾

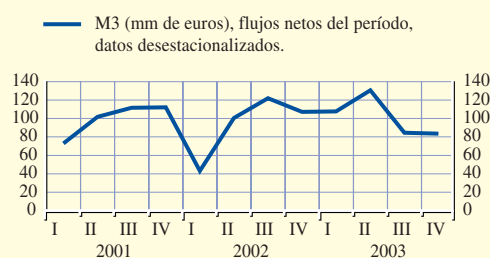
(a) Fondos de renta variable



(b) Fondos de renta fija



(c) M3



Fuentes: BCE, FEFSI y Reuters.

1) Los datos de fondos de renta variable, fondos de renta fija y M3 son sumas trimestrales; las cotizaciones bursátiles y el rendimiento de la deuda pública son medias trimestrales.

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

Por el momento, las estadísticas del BCE relativas a los fondos de inversión no establecen una distinción entre variaciones del balance derivadas, por un lado, de cambios de valoración debidos, por ejemplo, a variaciones de precios de los activos y, por otro, de cambios en los datos de transacciones. Dado que estas últimas presentan un interés especial para el estudio del comportamiento del sector privado en materia de carteras, en el presente recuadro se analiza la evolución reciente de las operaciones de los fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro a partir de las estadísticas que publica la *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* (FEFSI), la asociación europea del sector de fondos de inversión. Estos datos proporcionan información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta fija y de renta variable que cotizan en Bolsa¹. Aunque las estadísticas de la FEFSI no son totalmente comparables con las estadísticas disponibles del BCE relativas a los saldos vivos a fin de período, ambos conjuntos de datos indican que los activos de los fondos de renta fija y de renta variable de la zona del euro se situaban en torno a 1.800 mm de euros al final del 2003. En el análisis siguiente se utilizan datos de la FEFSI que empiezan en el primer trimestre del 2001.

La evolución observada desde el 2001 muestra que los flujos netos de entrada en los fondos de renta variable han estado estrechamente asociados a variaciones de las cotizaciones bursátiles medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, es decir, que existe una correlación entre una fuerte demanda de fondos de renta variable y cotizaciones bursátiles al alza, y viceversa (véase el panel superior del gráfico). Los flujos netos de entrada en los fondos de renta fija han evolucionado

1 Los países incluidos en las estadísticas de la FEFSI sobre flujos netos de fondos de renta fija y de renta variable son Alemania, Grecia, España, Italia, Luxemburgo, Austria, Portugal, Finlandia y, a partir del tercer trimestre del 2003, también Francia.

nado, con frecuencia, en dirección contraria a la de los flujos de entrada en los fondos de renta variable (véase el panel intermedio del gráfico). Ello sugiere la existencia de ciertas reestructuraciones de cartera con desplazamientos de fondos hacia activos más seguros durante el período considerado. Cabe señalar que, entre el segundo y el cuarto trimestre del 2002, la demanda de fondos tanto de renta fija como de renta variable se mantuvo en niveles muy reducidos. Este período se caracterizó por una acentuada volatilidad del mercado de renta fija y, especialmente, del de renta variable, y por el aparente desplazamiento de fondos hacia activos financieros más seguros y con mayor liquidez, como los depósitos a corto plazo, lo que se tradujo en el elevado nivel de los flujos de M3 durante ese período (véase el panel inferior del gráfico).

La evolución a partir del segundo trimestre del 2003 indica un renovado interés de los inversores por la renta variable, probable reflejo del descenso de la volatilidad de los mercados de valores observada después del final de la guerra de Iraq. Los flujos netos de entrada en los fondos de renta variable crecieron considerablemente, hasta alcanzar los 35 mm de euros en el cuarto trimestre del 2003. Al mismo tiempo, los flujos netos de entrada en los fondos de renta fija disminuyeron sensiblemente, hasta situarse en niveles negativos en el cuarto trimestre del 2003 (-4 mm de euros). Esta evolución puede haber reflejado, en parte, una inversión de las anteriores reestructuraciones de cartera con desplazamientos de fondos desde los mercados de renta variable hacia activos más seguros. Además, las mejores perspectivas respecto a la actividad económica pueden haber originado en el mercado expectativas de posibles minusvalías en las carteras de valores de renta fija, como resultado de futuros aumentos del rendimiento de estos valores.

El incremento de los flujos netos de entrada en los fondos de renta variable registrado a partir del segundo trimestre del 2003 proporciona evidencias adicionales de que los inversores pueden haber empezado a deshacer anteriores reestructuraciones de cartera. Este cambio gradual en la estructura de las carteras de los inversores de la zona del euro hacia activos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, en particular hacia fondos de renta variable, explica, en parte, el crecimiento moderado de M3 observado en el segundo semestre del 2003.

2.4 FINANCIACIÓN E INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

Considerando la evolución de la financiación y de la inversión financiera en los últimos trimestres, la financiación de las sociedades no financieras se ha moderado, y la ratio de deuda sobre beneficios ha empezado a disminuir. En cambio, el persistente crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda ha contribuido a que continúen elevándose los ratios de deuda de los hogares. Aunque la emisión de deuda pública se ha mantenido relativamente intensa, la financiación anticipada efectuada a mediados del año pasado puede haber llevado a que se modere la necesidad de financiación del sector público en el tercer trimestre del 2003 y primero del 2004. En lo que respecta a la inversión, ha continuado la reestructuración de carteras en favor de activos financieros a más largo plazo por motivos de cautela.

FINANCIACIÓN DEL SECTOR NO FINANCIERO

Tras situarse en el 4,5% en el último trimestre del 2003, las estimaciones indican que el crecimiento interanual de la financiación del sector no financiero (es decir, hogares, sociedades no financieras y Administraciones Públicas) volvió a disminuir, hasta el 4,25%, en el primer trimestre del 2004 (véase cuadro 4). Se calcula que la financiación mediante deuda del sector no financiero ha aumentado a una tasa interanual del 4,75% en el primer trimestre del 2004, frente al 5,2% del último trimestre del 2003. La emisión de acciones cotizadas se mantuvo moderada en el primer trimestre del 2004, a pesar de las señales provisionales que apuntaban a una recuperación de la emisión de valores de renta variable.

Cuadro 4 Financiación de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldos vivos en porcentaje de la financiación del sector ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales									
		2001 IV	2001 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I ²⁾
Sector no financiero	100	4,5	4,4	4,1	4,0	3,8	4,3	4,7	5,1	4,5	4,25
De los cuales: financiación a largo plazo ³⁾	85,5	4,4	4,8	4,6	4,6	4,2	4,1	4,3	4,9	4,4	4,5
Endeudamiento ⁴⁾	83,4	5,6	5,3	5,0	4,6	4,7	5,4	5,7	5,8	5,2	4,75
Del cual: endeudamiento a corto plazo	14,5	5,5	2,1	1,1	0,2	1,5	5,5	7,1	6,3	5,0	2,75
Del cual: endeudamiento a largo plazo	68,9	5,6	6,0	5,9	5,6	5,4	5,4	5,3	5,7	5,2	5,25
Hogares ^{4), 5)}	23,3	5,8	5,8	6,2	6,5	6,8	6,8	6,5	7,1	7,2	7,5
De los cuales: endeudamiento a corto plazo	7,2	-0,9	-0,8	0,5	0,6	1,4	0,4	-1,2	-1,4	-1,1	0,5
De los cuales: endeudamiento a largo plazo	92,8	6,4	6,4	6,8	7,0	7,3	7,4	7,2	7,8	7,9	8
Sociedades no financieras	43,9	5,0	4,0	3,2	2,6	2,3	2,9	3,3	3,6	2,9	2,5
De las cuales: financiación a largo plazo	81,9	5,0	4,9	4,7	4,3	3,6	3,3	3,2	3,7	3,3	3,25
Endeudamiento ⁴⁾	62,3	8,7	6,2	5,2	3,6	3,7	4,9	5,1	4,9	4,1	3
Del cual: endeudamiento a corto plazo	18,1	4,8	-0,4	-4,0	-4,7	-3,4	0,8	3,8	2,8	1,5	-0,75
Del cual: endeudamiento a largo plazo	44,1	10,6	9,5	9,9	7,6	7,1	6,8	5,7	5,9	5,2	4,5
Del cual: préstamos	50,2	7,0	5,0	4,7	3,0	3,5	4,4	4,1	4,2	3,1	2,5
Del cual: valores distintos de acciones	8,1	24,1	15,6	8,9	6,8	4,1	8,0	11,5	9,2	9,8	4
Del cual: reservas de fondos de pensiones	3,9	4,6	4,6	4,6	4,9	5,3	5,6	5,9	6,0	6,2	6,25
Acciones cotizadas	37,7	1,5	1,7	0,9	1,2	0,7	0,4	0,8	1,0	0,9	1,5
Administraciones Públicas ⁴⁾	32,7	2,9	4,1	4,0	4,3	4,1	4,9	5,5	5,6	4,7	4,5
De las cuales: endeudamiento a corto plazo	14,9	9,8	8,6	12,1	10,2	11,6	16,8	16,3	15,7	13,5	9,25
De las cuales: endeudamiento a largo plazo	85,1	1,8	3,5	2,8	3,4	3,0	3,0	3,7	4,0	3,3	3,5
De las cuales: préstamos	16,5	-0,6	0,3	-0,7	-0,9	-2,0	-2,1	-0,4	1,2	1,7	2,5
De las cuales: valores distintos de acciones	80,2	3,2	4,6	4,6	5,0	5,2	6,1	6,5	6,2	5,1	4,5
De las cuales: pasivos de la Administración Central en forma de depósitos	3,4	13,0	14,7	14,9	15,2	11,4	13,9	13,2	13,2	9,2	8,75
Endeudamiento en relación con el PIB											
Hogares		49	49	50	50	51	51	52	52	53	54
Sociedades no financieras		62	62	62	62	62	62	63	62	62	62
Administraciones Públicas		73	73	73	74	74	75	76	75	74	75

Fuente: BCE.

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

1) A fin del cuarto trimestre del 2003. Endeudamiento a corto y largo plazo y financiación de los sectores, en porcentaje de la financiación.

Endeudamiento de los sectores a corto y largo plazo e instrumentos financieros, en porcentaje de la financiación del sector. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

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

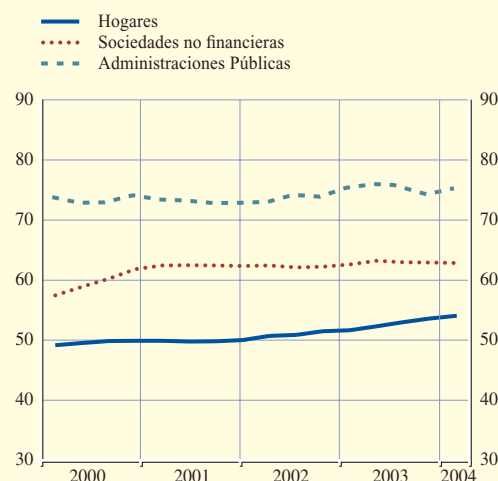
3) La financiación a largo plazo, es decir, con un plazo a la emisión superior a un año, incluye los préstamos a largo plazo, los valores distintos de acciones a largo plazo, las acciones cotizadas y las reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

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

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

Gráfico 12 Endeudamiento del sector no financiero en relación con el PIB

(en porcentaje)

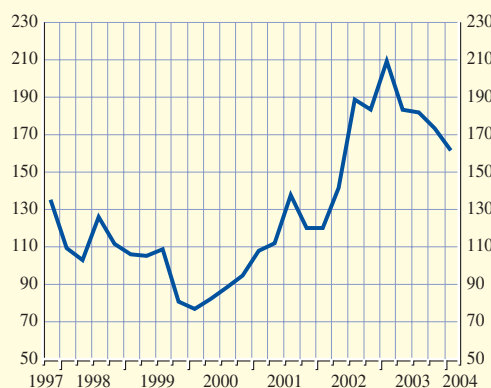


Fuente: BCE.

Nota: Para más información, véase el cuadro 4. Si se compara con las cuentas financieras anuales, la deuda en relación con el PIB es algo más baja en la cuentas financieras trimestrales, sobre todo por el hecho de que no se incluyen los préstamos concedidos a los sectores no financieros y a las entidades de crédito fuera de la zona del euro. El endeudamiento de las Administraciones Públicas en relación con el PIB no coincide exactamente con la definición de Maastricht, debido a diferencias en la valoración, cobertura y tratamiento de los intereses devengados.

Gráfico 13 Ratio deuda-capital de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

En cuanto a los hogares, dado el persistente e intenso crecimiento de los préstamos, sobre todo para adquisición de vivienda, se estima que el endeudamiento en relación con el PIB ha aumentado de nuevo en el último trimestre del 2003 y en el primer trimestre del 2004 (véase gráfico 12).

En cambio, a pesar del reducido coste de la financiación mediante deuda, en términos históricos, y de la recuperación económica en curso, las estimaciones señalan que el crecimiento del conjunto de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro ha descendido en el primer trimestre del 2004, hasta el 3%, desde el 4,1% del cuarto trimestre del 2003. Como se explica en el recuadro 1, titulado «Evolución reciente de los préstamos a las sociedades no financieras», los principales motivos de la moderación del endeudamiento de las sociedades no financieras parece ser una corrección del exceso de deuda acumulado entre 1998 y 2001, una mejora de los beneficios empresariales (que puede haber reducido la necesidad de recurrir a la financiación externa) y al ritmo gradual de la recuperación económica. Además, la modificación de la legislación sobre el impuesto de sociedades en Alemania llevó a algunas empresas no residentes a sustituir los préstamos a sus filiales ubicadas en la zona del euro por acciones no cotizadas en el cuarto trimestre del 2003.

Las estimaciones señalan que el endeudamiento en relación con el PIB de las sociedades no financieras ha permanecido estable en el primer trimestre del 2004, prácticamente en el nivel observado desde el segundo trimestre del 2001 (véase gráfico 12). En cambio, la ratio de deuda sobre beneficios empresariales (medida por el excedente de explotación) ha estado descendiendo desde mediados del 2003. Como consecuencia de la subida de las cotizaciones bursátiles registrada en el primer trimestre del 2004, la ratio deuda-capital también ha descendido notablemente (véase gráfico 13), lo que supone una mejora del apalancamiento de las sociedades no financieras.

Se estima que la tasa de crecimiento interanual del endeudamiento de las Administraciones Públicas fue del 4,5% en el primer trimestre del 2004, frente al 4,7% del último trimestre y el 5,6% del tercer trimestre del 2003. Reflejando la situación presupuestaria de la zona del euro, las necesidades de financiación del sector público se mantuvieron relativamente elevadas. La mayor moderación del crecimiento de la financiación del sector público observada en el cuarto trimestre del 2003 y primer trimestre del 2004 puede tener su origen en las operaciones de financiación por adelantado realizadas en el 2003, impulsadas por los intentos de los gobiernos de aprovechar los tipos de interés a largo plazo, especialmente bajos. El crecimiento del endeudamiento a corto plazo de las Administraciones Públicas continuó siendo relativamente intenso a principios del 2004, como consecuencia del atractivo del endeudamiento a corto plazo por el aumento relativo de la pendiente de la curva de rendimientos.

INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

Los datos sobre inversión financiera únicamente están disponibles hasta el último trimestre del 2003. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera por parte del sector no financiero en el cuarto trimestre del 2003 descendió ligeramente, hasta el 4,4% (véase cuadro 5), como consecuencia de la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera a corto plazo y de un ligero aumento de las adquisiciones anuales de activos financieros a más largo plazo.

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

	Saldos vivos en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales									
		2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
Inversión financiera	100	4,7	4,3	4,1	4,3	3,9	4,2	4,6	4,6	4,4	.
De la cual: inversión financiera a corto plazo ²⁾	43,3	5,9	3,8	4,1	4,4	4,4	5,0	5,5	5,1	5,0	.
De la cual: inversión financiera a largo plazo ³⁾	55,7	4,3	4,5	4,3	4,4	3,6	3,7	3,6	3,9	3,8	.
Efectivo y depósitos	38,2	4,6	4,7	4,7	4,7	4,9	5,8	6,4	6,5	5,5	.
Valores distintos de acciones	12,5	7,6	1,8	1,1	1,6	0,6	-0,7	-2,5	-3,8	-2,9	.
De los cuales: a corto plazo	1,1	4,9	-27,4	-29,4	-21,0	-21,9	-22,9	-19,3	-24,9	-14,0	.
De los cuales a largo plazo	11,4	8,0	7,4	6,0	5,1	3,9	2,1	-0,7	-1,4	-1,7	.
Participaciones en fondos de inversión	12,2	5,7	5,6	6,1	6,3	4,7	5,6	7,0	6,7	6,9	.
De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9,6	3,8	3,4	4,3	4,5	3,4	4,4	5,7	6,2	6,5	.
De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	2,6	21,4	21,0	18,1	16,6	12,1	11,8	13,5	9,2	8,4	.
Acciones cotizadas	12,6	-0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,8	1,4	2,5	2,2	.
Reservas técnicas de seguro	24,5	7,3	7,2	7,1	7,1	6,4	6,3	6,3	6,3	6,5	.
M3 ⁴⁾		8,0	7,2	7,1	7,1	6,9	8,0	8,5	7,6	7,0	6,3
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-8,6	-2,8	-9,7	-8,4	-12,9	-15,8	-5,7	-1,9	-2,6	

Fuente: BCE.

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

1) A fin del cuarto trimestre del 2003. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

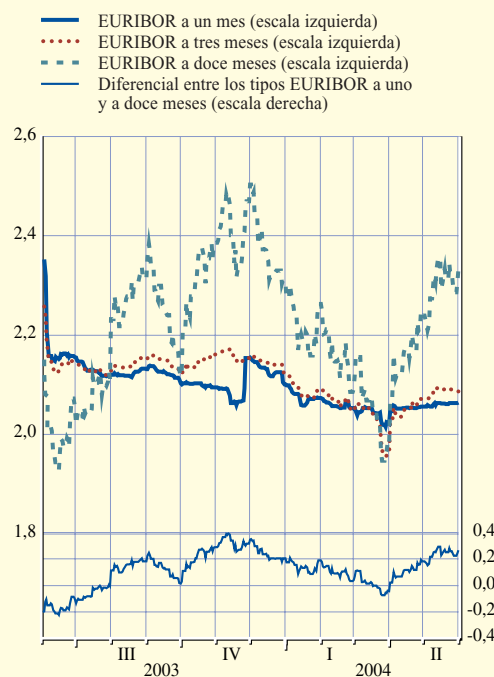
2) La inversión financiera a corto plazo incluye el efectivo y los depósitos (excluidos los depósitos de la Administración Central), los valores distintos de acciones a corto plazo (con un plazo a la emisión de hasta un año) y las participaciones en fondos del mercado monetario. Debido a la exclusión de los depósitos de la Administración Central, la inversión financiera a corto y largo plazo no suma el 100%. Al interpretar estas cifras, debe tenerse en cuenta que tanto los depósitos a corto plazo como los depósitos a largo plazo se incluyen en la inversión a corto plazo.

3) La inversión financiera a largo plazo incluye los valores distintos de acciones a largo plazo (con un plazo a la emisión superior a un año), las participaciones en fondos de inversión excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, las acciones cotizadas y los productos de seguros y de pensiones.

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

Gráfico 14 Tipos de interés del mercado monetario

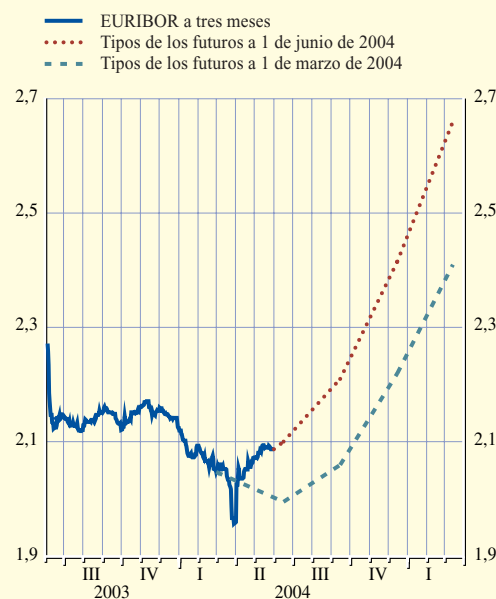
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Gráfico 15 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

Los datos de la cuenta financiera confirman que, en el verano del 2003, los agentes económicos empezaron a reestructurar cautelosamente sus carteras, sustituyendo activos a corto plazo por activos a más largo plazo y de mayor riesgo. Concretamente se produjo una recuperación de la demanda de participaciones en fondos de inversión que no son del mercado monetario (fundamentalmente, ligados a valores de renta variable) y de la inversión en reservas técnicas de seguro. En cambio, la inversión directa en acciones cotizadas por los sectores no financieros se mantuvo moderada, y estos sectores fueron vendedores netos de valores distintos de acciones. Por último, cabe observar que la persistente recuperación del mercado de renta variable llevó a que se obtuvieran ganancias de capital positivas en los valores en manos de los sectores no financieros.

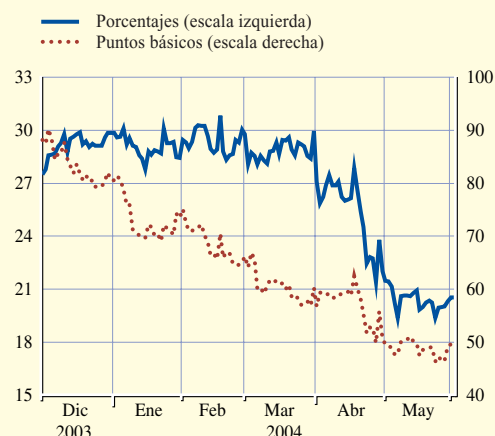
2.5 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Tras descender en el primer trimestre del 2004, los tipos de interés del mercado monetario alcanzaron un punto de inflexión a finales de marzo de este año, y se han elevado desde entonces. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario ha aumentado su inclinación en los tres últimos meses.

Los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario apenas han experimentado variaciones en los últimos meses, y se han mantenido acordes con el tipo mínimo de puja, el 2%, de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase gráfico 14). Los tipos del mercado monetario a más largo plazo se han elevado desde que registraron un mínimo en la segunda mitad de marzo del 2004. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario ha aumentado. El diferencial

Gráfico 16 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2004

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

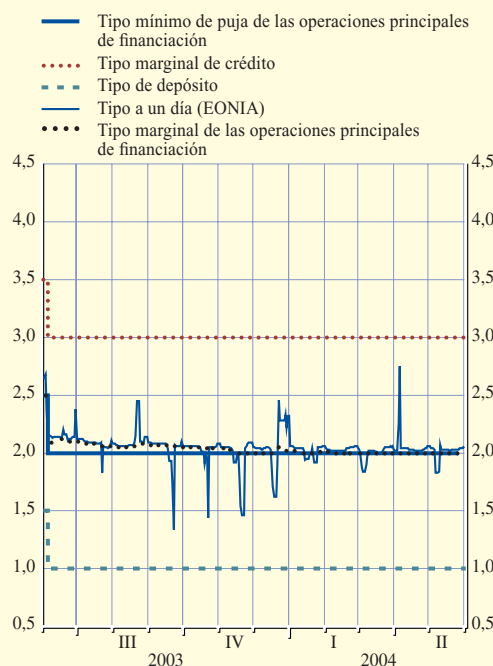


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en las páginas 14 a 17 del Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 17 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, que era negativo a finales de marzo, era de 27 puntos básicos el 2 de junio de 2004 (véase gráfico 14).

El incremento de los tipos de interés del mercado monetario a más largo plazo también quedó reflejado en la evolución de los tipos de los futuros del EURIBOR a tres meses (véase gráfico 15). En los últimos meses se han elevado los tipos de interés de los futuros con fecha de entrega en septiembre y diciembre del 2004, situándose en el 2,2% y el 2,4% el 2 de junio de 2004. Esta trayectoria indica que los participantes en el mercado han revisado al alza sus expectativas en relación con la evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el resto del 2004.

La incertidumbre reinante entre los participantes en el mercado con respecto a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente reducida en el contexto actual, tal y como indica la volatilidad implícita de los tipos de los futuros del EURIBOR a tres meses (véase gráfico 16).

Durante la mayor parte del período comprendido entre principios de marzo y el 2 de junio de 2004, el EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) fluctuó ligeramente por encima del 2%, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véanse gráfico 17 y recuadro 3). El tipo marginal ha sido igual al tipo mínimo de puja en todas las operaciones principales de financiación de los tres últimos meses, y el tipo medio ponderado se ha situado, en general, un punto básico por encima del tipo mínimo de puja. En las tres operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema ejecutadas en abril y mayo del 2004, el tipo medio de adjudicación fue levemente inferior al EURIBOR a tres meses vigente, y se mantuvo por debajo de los tipos de las operaciones principales de financiación a plazo más largo ejecutadas en el segundo semestre del 2003.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 24 DE ENERO DE 2004 Y EL 11 DE MAYO DE 2004

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres periodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de marzo, el 6 de abril y el 11 de mayo de 2004. El periodo de mantenimiento de reservas que finalizó el 6 de abril de 2004 fue el primero del marco operativo modificado de la política monetaria¹.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron durante el periodo analizado (véase gráfico A), debido, sobre todo, al mayor importe de los factores autónomos netos (es decir, factores de la liquidez que generalmente no derivan del uso de instrumentos de política monetaria) que, en promedio, absorbieron 147,5 mm de euros, una cantidad superior a la de cualquier otro periodo desde comienzos de 1999. Este incremento estuvo relacionado, principalmente, con el persistente crecimiento de los billetes en circulación, que alcanzaron un máximo histórico de 441,4 mm de euros durante las vacaciones de Pascua. Las exigencias de reservas y el exceso de reservas (esto es, los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) se mantuvieron relativamente estables. Las exigencias de reservas se incrementaron 1 mm de euros entre el primer y el tercer periodo de mantenimiento analizados, mientras que el exceso de reservas fluctuó moderadamente, en torno a un promedio de 0,64 mm de euros diarios.

Oferta de liquidez y tipos de interés

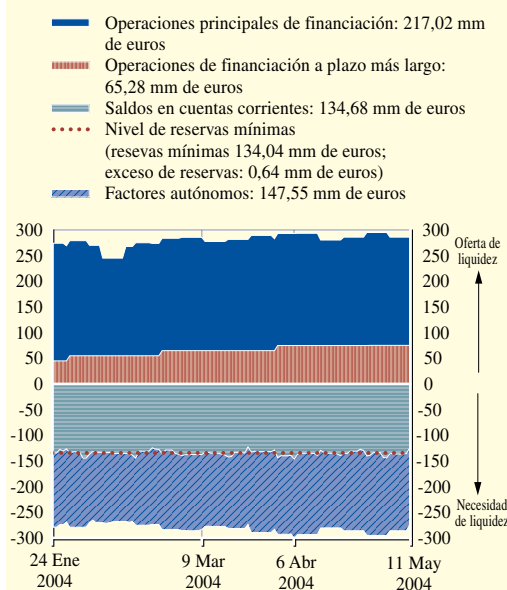
El volumen de las operaciones de mercado abierto también aumentó durante el periodo considerado, en consonancia con la creciente demanda de liquidez. El comportamiento de las entidades a la hora de demandar liquidez se adaptó sin problemas al marco operativo modificado que, desde el 9 de marzo, hizo que se duplicara el importe medio de adjudicación de las operaciones principales de financiación (OPF), como consecuencia de la reducción del vencimiento de estas operaciones de dos a una semana. Esta adaptación fluida queda confirmada por la persistencia de una elevada concentración de pujas, como quedó reflejado en la pequeña diferencia entre el tipo marginal y el tipo medio de las OPF, que se mantuvo en un punto básico durante el periodo considerado. Por otra parte, las entidades de contrapartida ajustaron con rapidez los importes solicitados a los mayores importes de adjudicación. La relación de pujas presentadas con las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) se estabilizó en un nivel en torno al 1,25 tras las dos OPF con vencimiento a una semana. Únicamente en la segunda de estas OPF, que se adjudicó el 23 de marzo, las pujas fueron ligeramente inferiores a la adjudicación de referencia, de 224,5 mm de euros, que constituyó un máximo histórico.

El importe de las operaciones de financiación a plazo más largo vivas se elevó de 45 mm de euros a 75 mm de euros durante el periodo analizado, como consecuencia de la decisión de incrementar el importe de adjudicación anunciado con antelación de 15 mm de euros a 25 mm de euros, adoptada por el Consejo de Gobierno el 8 de enero de 2004. Al tomar esta decisión se tuvieron en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004.

¹ Véase el artículo «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», publicado en el Boletín Mensual de agosto del 2003, y el recuadro titulado «Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación» en el Boletín Mensual de abril del 2004.

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

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

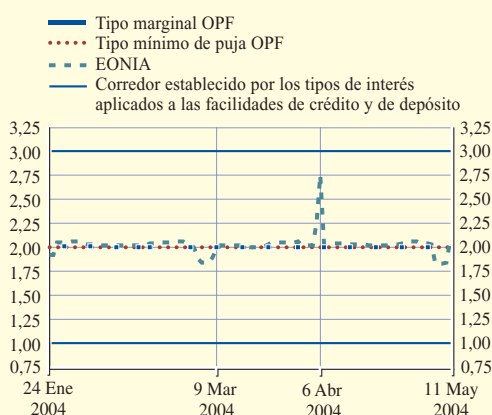


el 1,99%, en consonancia con el hecho de que la situación de liquidez pasara a ser casi equilibrada, con un reducido recurso neto a la facilidad de depósito de 2,1 mm de euros en la citada fecha.

Durante la mayor parte del siguiente período de mantenimiento de reservas, que finalizó el 6 de abril, el EONIA se mantuvo en un nivel ligeramente por encima del tipo mínimo de puja, aunque hubo dos excepciones: en primer lugar, el mencionado episodio de insuficiencia de pujas del 23 de marzo provocó un leve aumento transitorio del EONIA. En segundo lugar, el penúltimo día del período de mantenimiento de reservas, cuando los participantes en el mercado empezaron a percibir que la situación de liquidez era restrictiva, el EONIA experimentó un pronunciado aumento. El último día del período de mantenimiento de reservas se registró un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 8,2 mm de euros, y el EONIA se elevó hasta el 2,75%.

Gráfico B El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios en porcentaje)



En las primeras semanas del período de mantenimiento que finalizó el 9 de marzo, el EONIA (el índice medio del tipo del euro a un día) fluctuó levemente por encima del 2%, el tipo mínimo de puja (véase gráfico B). En la OPF adjudicada el 20 de febrero, viernes, se produjo un episodio de insuficiencia de pujas, relacionado, probablemente, con el hecho de que se adjudicara un día distinto del habitual (generalmente, las OPF se adjudican los martes), con los tipos de interés del mercado monetario vigentes, muy próximos al tipo mínimo de puja, y con la elevación del importe de adjudicación de referencia en esa OPF. La insuficiencia de pujas solo provocó un ligero incremento transitorio, de un par de puntos básicos, del EONIA. Tras la adjudicación de la última OPF de ese período de mantenimiento de reservas, el EONIA descendió y el 5 de marzo alcanzó un mínimo del 1,84%, ya que, al parecer, los participantes en el mercado percibieron que la situación de liquidez era fluida. No obstante, el 9 de marzo, último día del período de mantenimiento de reservas, el EONIA ascendió hasta

En el siguiente período de mantenimiento de reservas, el BCE volvió a adjudicar el importe de referencia en todas las OPF, y el EONIA se mantuvo estable, en un nivel ligeramente superior al del tipo mínimo de puja, hasta los últimos días del período de mantenimiento. El 7 de mayo, antepenúltimo día del período, los participantes en el mercado empezaron a descontar una situación holgada de liquidez y el EONIA cayó hasta el 1,83%. En la mañana del siguiente día hábil, el

BCE anunció que sus previsiones de liquidez apuntaban hacia dicha situación, y que, si otras perturbaciones en la liquidez no la invertían, estaba dispuesto a hacer frente a ese desequilibrio con una operación de ajuste al día siguiente. Esta situación no se modificó y, en consecuencia, el BCE absorbió 13 mm de euros el 11 de mayo, último día del período de mantenimiento. La operación adoptó la forma de captación de depósitos a plazo fijo a un día. La operación consiguió reestablecer el equilibrio en la situación de liquidez, y el período de mantenimiento de reservas finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de sólo 0,1 mm de euros, al tiempo que el EONIA se situó en el 2,07%.

2.6 MERCADOS DE RENTA FIJA

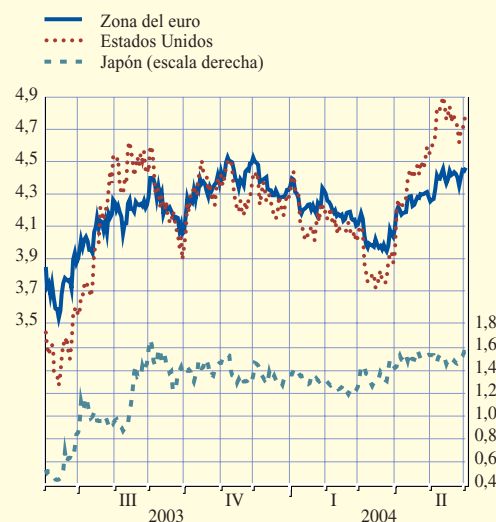
En los mercados internacionales, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se ha incrementado de forma significativa desde finales de marzo. Los principales factores determinantes de este aumento parecen ser la mejora de las perspectivas de crecimiento económico mundial y, más recientemente, cierta preocupación respecto a las perspectivas de inflación. En los últimos meses, la volatilidad implícita de los mercados, que refleja la incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los bonos, se ha mantenido prácticamente estable en la zona del euro.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo ha aumentado de forma acusada a partir de finales de marzo del 2004, invirtiendo la tendencia a la baja que había empezado a manifestarse a finales del 2003 (véase gráfico 18). A comienzos del 2004, el rendimiento de los bonos descendió ante la preocupación existente acerca de la sostenibilidad de la recuperación económica estadounidense, tras la publicación de datos de trabajo que resultaron ser peores de lo que esperaba el mercado y que, a su vez, desencadenaron revisiones a la baja de las expectativas del mercado respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés en Estados Unidos². En cambio, tras la publicación, a principios de abril, de datos de salarios no agrícolas mejores de lo previsto, los mercados comenzaron a fijar los precios con la expectativa de una elevación de los tipos de interés a corto plazo. A partir de entonces, el rendimiento de los bonos estadounidenses ha ido aumentando constantemente, ante la publicación en Estados Unidos de datos macroeconómicos que los participantes en el mercado han interpretado como una confirmación más de la recuperación económica en curso. El rendimiento de los bonos reales, medido por el de los bonos a diez años indicados con la inflación, se ha elevado también sustancialmente desde finales de marzo.

Gráfico 18 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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.

² Para un análisis más detallado de la influencia de la publicación de datos de salarios no agrícolas de Estados Unidos, véase el recuadro 2 titulado «Impacto de las últimas cifras de empleo publicadas en Estados Unidos en los mercados internacionales de renta fija» en las páginas 24-26 del Boletín Mensual de mayo del 2004.

Más recientemente, en mayo del 2004, parece haberse acentuado la preocupación de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas de inflación en Estados Unidos, como consecuencia de la posible incidencia de la subida de los precios del petróleo. El rendimiento de los bonos nominales a diez años siguió aumentando, situándose, a primeros de junio, en torno al 4,8%, unos 20 puntos básicos por encima del nivel registrado a finales de abril. Durante el mismo período, el rendimiento de los bonos reales a diez años disminuyó ligeramente, hasta situarse alrededor del 1,6%, lo que tuvo como resultado un pronunciado incremento de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de bonos nominales y el de bonos similares indicados con la inflación. En efecto, esta tasa se elevó unos 25 puntos básicos en mayo, hasta alcanzar el 2,7% el 2 de junio de 2004. La incertidumbre de los participantes en el mercado en torno a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses, medida por la volatilidad implícita del mercado de renta fija, ha crecido, en general, en los tres últimos meses, situándose, el 2 de junio, en un nivel levemente superior a la media observada desde 1999 (véase gráfico 19).

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó cerca de 30 puntos básicos entre comienzos de marzo y finales de abril. Este incremento se debió a que los participantes en el mercado consideraron que los datos macroeconómicos publicados apuntaban a un fortalecimiento de la actividad económica en Japón. Sin embargo, en mayo, la inquietud respecto al posible impacto de los elevados precios del petróleo sobre la economía japonesa y las dudas respecto a la sostenibilidad de la recuperación económica impulsada, principalmente, por las exportaciones, pueden haber impedido que el rendimiento de los bonos japoneses siga la tendencia alcista observada en otros mercados importantes. En conjunto, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó escasos cambios en mayo, manteniéndose en torno al 1,5%. En consecuencia, en los primeros días de junio, el rendimiento de los bonos japoneses a largo plazo se situó en un nivel ligeramente superior al registrado a finales del 2003.

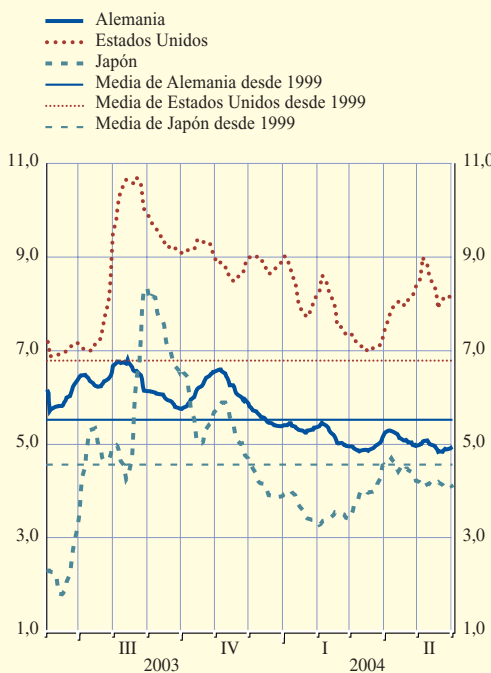
La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de los bonos, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, apenas ha variado en los últimos tres meses, situándose, a comienzos de junio del 2004, en un nivel ligeramente inferior a la media observada desde enero de 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo tendió a evolucionar en consonancia con el de los bonos estadounidenses en los primeros meses del 2004. Tras descender a comienzos del 2004, a partir de finales de marzo el rendimiento de los bonos de la zona del euro se elevó también

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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

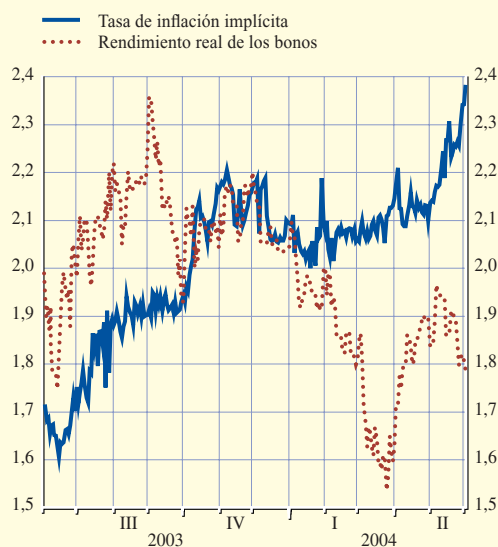


Fuente: Bloomberg.

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.

Gráfico 20 Rendimiento real de los bonos y tasa de inflación implícita de la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

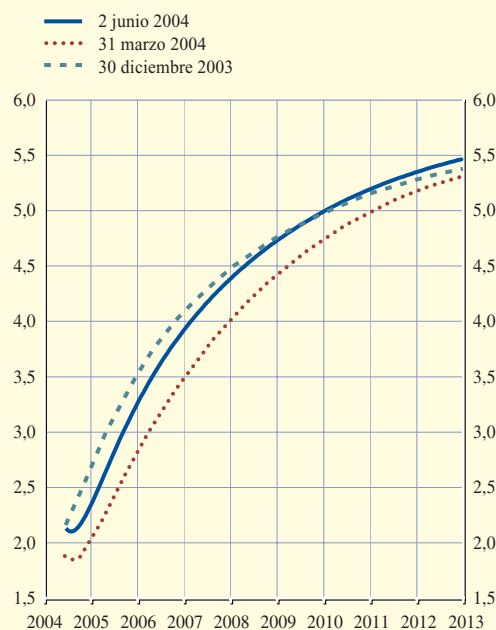


Fuente: Reuters.

Nota: El rendimiento real de los bonos se obtiene a partir de los precios de mercado de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que vencen en el 2012. El método utilizado para calcular la tasa de inflación implícita se describe en la página 16 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

Gráfico 21 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

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

de forma significativa, aunque a un ritmo mucho más lento que el de los bonos estadounidenses. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos se estrechó rápidamente, hasta tornarse negativo a partir de principios de abril, situándose en torno a -30 puntos básicos el 2 de junio.

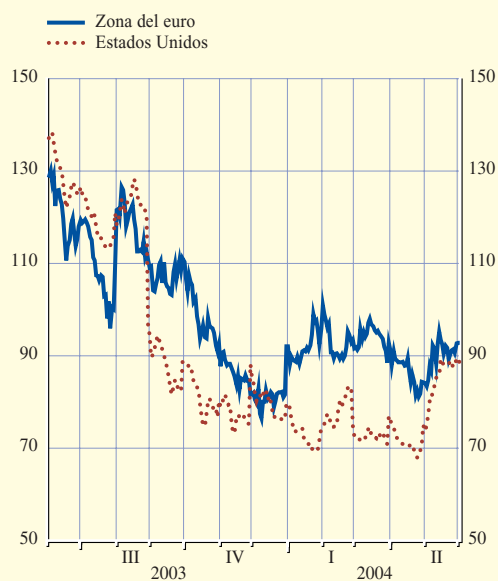
Al igual que en Estados Unidos, el aumento del rendimiento de los bonos nominales registrado desde finales de marzo se vio acompañado inicialmente por un incremento constante del rendimiento de los bonos reales, medido por el rendimiento de los bonos a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. Esta evolución fue reflejo de la percepción de una mejora gradual de las perspectivas económicas de la zona del euro por parte de los participantes en el mercado en los últimos meses. Más recientemente, el rendimiento de los bonos nominales a largo plazo de la zona del euro siguió mostrando una tendencia al alza entre finales de abril y el 2 de junio, con una elevación de unos 15 puntos básicos que lo situó en torno al 4,5% en esta última fecha. Por el contrario, el rendimiento de los bonos reales disminuyó ligeramente durante el mismo período, con lo que la tasa de inflación implícita de la zona del euro aumentó en más de 25 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 2,4% el 2 de junio (véase gráfico 20). Cabe considerar la evolución de este indicador con cautela debido a la existencia de varias primas que pueden distorsionar su interpretación. Así, las recientes subidas de los precios del petróleo pueden haber incrementado la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la inflación, motivo por el que las tasas de inflación implícita incorporan unas primas de riesgo más elevadas.

En el recuadro 4 se examinan los derivados financieros, introducidos recientemente, basados en la publicación de los datos del IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. Estos nuevos instrumentos constituyen un indicador de las expectativas de inflación a corto plazo de los participantes en el mercado.

El aumento del rendimiento de los bonos nominales registrado en los últimos tres meses se ha reflejado en un desplazamiento al alza de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día. Si bien las expectativas de los participantes en el mercado para los próximos años se orientan, desde finales de marzo, hacia una futura elevación de los tipos de interés, se mantienen todavía por debajo de los niveles esperados a finales del 2003 (véase gráfico 21). Al mismo tiempo, el grado de incertidumbre imperante en los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, apenas ha experimentado cambios en los últimos tres meses, situándose, a finales de mayo, en un nivel levemente inferior a la media observada desde enero de 1999.

Gráfico 22 Diferenciales de las obligaciones de empresa en la zona del euro y Estados Unidos

(puntos básicos; datos diarios; calificación BBB)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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

En el mercado de renta fija privada de la zona del euro, las condiciones de financiación han seguido siendo muy favorables en los últimos tres meses. El nivel de los diferenciales de los valores de renta fija privada continúa siendo bajo (véase gráfico 22). Ello indica que el riesgo de crédito percibido por los participantes en el mercado es reducido, valoración que concuerda con la tendencia a rebajar la calificación de las empresas en un menor número de casos que las agencias de calificación crediticia han venido mostrando en los últimos trimestres. Los diferenciales de los valores de renta fija privada, medidos como el diferencial entre el rendimiento de los bonos emitidos por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública de la zona del euro de características similares, se mantuvieron bajos, situándose en torno a 90 puntos básicos el 2 de junio de 2004, prácticamente en el mismo nivel que en octubre del 2003. En comparación con este último mes, el rendimiento de los bonos emitidos por empresas con calificación BBB de la zona del euro permaneció también en un nivel similar, situándose en el 5,2% el 2 de junio de 2004.

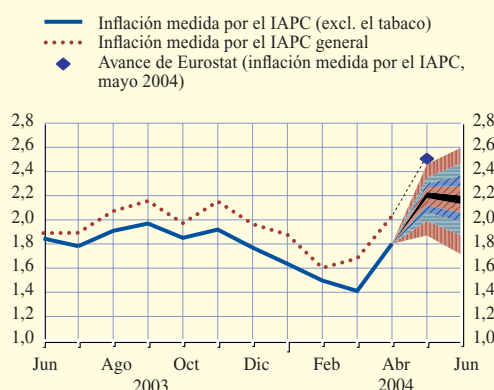
Recuadro 4

UTILIZACIÓN DE DERIVADOS FINANCIEROS PARA EVALUAR LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO PARA LA ZONA DEL EURO DE LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO

Los derivados financieros pueden ser una fuente de información importante sobre las expectativas macroeconómicas de los participantes en el mercado. Mediante la utilización de la información contenida en el precio de las opciones es posible conocer la incertidumbre que rodea el valor medio futuro esperado del activo¹. En este recuadro se examinan los derivados financieros introducidos recientemente, basados en la publicación de los datos de inflación de la zona del euro.

¹ Para una descripción general de los derivados y las opciones, véase el artículo del Boletín Mensual de mayo del 2000, titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria».

Distribución implícita de las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación, medida por el IAPC (excluido el tabaco), de mayo y junio



Fuentes: Deutsche Bank, Goldman Sachs y cálculos del BCE.
 Notas: El gráfico presenta la distribución implícita de las expectativas de mercado, el 19 de mayo de 2004, sobre los resultados de la inflación, medida por el IAPC (excluido el tabaco), en mayo y junio del 2004. La banda más oscura incluye el resultado central (más probable) y abarca el 10% de la probabilidad. Cada uno de los pares de bandas siguientes abarca otro 10% de la probabilidad, hasta que se cubre el 90% de la distribución de probabilidades. Las bandas se amplían conforme se extiende al horizonte temporal, indicando una creciente incertidumbre en cuanto a los resultados.

parte de Eurostat y la primera publicación de cualquier estimación (preliminar) de los distintos países sobre la inflación del mes en curso. En consecuencia, la negociación se basa únicamente en la evaluación particular de los participantes en la subasta². A partir de los precios observados de los derivados de inflación, los organizadores aportan información sobre la distribución implícita de las expectativas de las tasas de inflación futuras de los participantes en el mercado.

En el gráfico se muestran los resultados de la subasta que tuvo lugar el 19 de mayo de 2004, en la que se negociaron los datos de inflación de mayo y junio del 2004³. Del gráfico pueden extraerse tres conclusiones principales.

En primer lugar, en cuanto al escenario central, los participantes en el mercado esperaban que la tasa de variación interanual del IAPC (excluido el tabaco) aumentara significativamente, desde el 1,8% de abril a cerca del 2,2% en mayo, y que se mantuviera ligeramente por debajo de esta cifra en junio del 2004.

En segundo lugar, en términos de la incertidumbre que rodea a esas expectativas, la amplitud de las bandas para los resultados menos probables permite calibrar la evaluación del equilibrio de riesgos efectuada por los participantes en el mercado. Como puede observarse en el gráfico, la amplitud de las bandas por debajo del intervalo central (más oscuro) es mayor que la de las bandas por encima de ese mismo intervalo, y esto sucede tanto en mayo como en junio del 2004. Ello sugiere que los participantes en el mercado perciben que la posibilidad de que la inflación medida por el IAPC (excluido el tabaco)

En el año 2003, dos importantes instituciones financieras organizaron la negociación de opciones sobre el índice armonizado de precios de consumo de la zona del euro (IAPC), excluido el tabaco. Esto ocurrió después de que se iniciaran negociaciones similares de opciones sobre la publicación de datos macroeconómicos fundamentales de Estados Unidos, como el índice de directores de compras ISM o el de cambios en los datos de salarios no agrícolas. Entre otras cosas, los derivados basados en estadísticas de inflación proporcionan a los inversores con una cartera expuesta a considerables riesgos de inflación un medio de cubrirse directamente frente a ese riesgo.

La negociación sobre la publicación de IAPC de la zona del euro (excluido el tabaco) se realiza una vez al mes mediante un sistema de subastas y se refiere a los resultados de la inflación para el mes en el que tiene lugar la subasta, así como para el mes siguiente. La subasta se lleva a cabo en el período comprendido entre la última publicación oficial del IAPC de la zona del euro por

2 El avance de Eurostat sobre la inflación de la zona del euro medida por el IAPC suele publicarse al final de cada mes. Para entonces, se dispone de cifras preliminares para Alemania, Italia, Bélgica y (desde hace muy poco tiempo) España.

3 La negociación de estos derivados se basa en el nivel esperado del IAPC (excluido el tabaco). Sin embargo, por claridad, este recuadro se centra en las tasas de inflación interanuales implícitas en los resultados de las opciones, según informan los organizadores. Para más detalles, véase www.deutsche-bank.de y www.gs-com

se sitúe en mayo por debajo del 2,2% es ligeramente más elevada que la posibilidad de que se sitúe por encima de este tasa. Un patrón similar se deriva de la tasa de inflación esperada del 2,1% para junio.

Por ultimo, puede construirse una estimación de la inflación medida por el IAPC para mayo y junio sobre la base de las expectativas sobre la inflación, medida por el IAPC (excluido el tabaco). Suponiendo que la contribución del precio del tabaco a la inflación general fuera similar a la de abril de 2004 en los dos meses siguientes, los resultados de la subasta de mayo del 19 de mayo de 2004 sugerirían entonces que sería de esperar que la inflación medida por el IAPC general se incrementara desde el 2% de abril a cerca del 2,4% en mayo. Esta expectativa fue ligeramente inferior que la cifra que figuraba en el avance publicado por Eurostat el 28 de mayo (2,5%). Del mismo modo, se calcula que las expectativas de los participantes en el mercado sobre la inflación medida por el IAPC para junio se situaban en torno al 2,4% el 19 de mayo de 2004.

Por tanto, en general, estos instrumentos recién introducidos constituyen una interesante fuente de información que complementa la procedente de las encuestas de las expectativas de los participantes en el mercado relativas a las expectativas de inflación a corto plazo.

2.7 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS

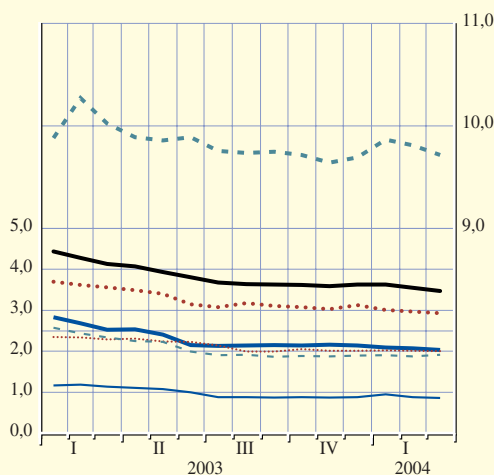
En el período transcurrido entre junio del 2003 y marzo del 2004, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones disminuyeron ligeramente, al tiempo que los tipos a largo plazo experimentaron un moderado aumento o apenas registraron variaciones.

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones apenas experimentaron variaciones en marzo del 2004 (véase gráfico 23). Si se consideran períodos más prolongados, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM disminuyeron levemente entre junio del 2003 y marzo del 2004, en consonancia con la evolución de los tipos de interés del mercado monetario. En general, durante este período, el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo igual o inferior a un año, descendió unos 35 puntos básicos, mientras que tanto los tipos aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, sin fijación del tipo y con período inicial de fijación igual o inferior a un año, como los de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (esto es, disponibles con preaviso hasta tres meses) descendieron unos 20 puntos básicos. Durante el citado período, los tipos de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras y los de los descubiertos en cuenta de los hogares se re-

Gráfico 23 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

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



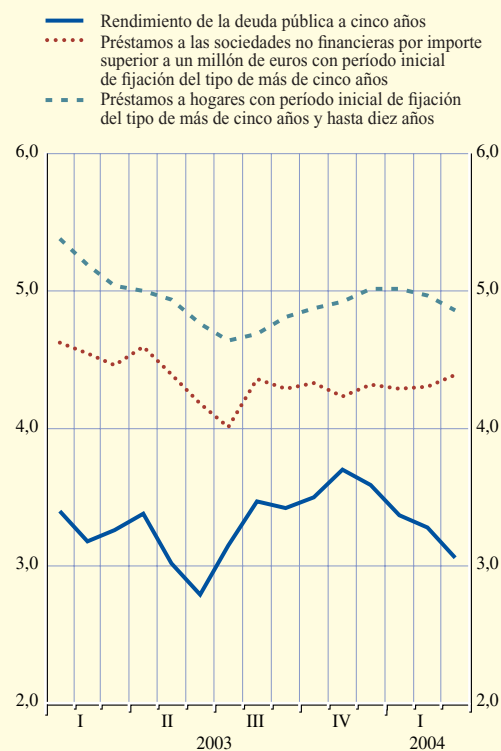
Fuente: BCE.

dujeron 15 puntos básicos, aproximadamente, al tiempo que el tipo de los depósitos a corto plazo de los hogares (es decir, depósitos a plazo hasta un año) cayó en torno a 10 puntos básicos. En comparación, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario cayó unos 10 puntos básicos entre junio del 2003 y marzo del 2004.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, el tipo de interés de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, con fijación inicial del tipo a más de cinco años, apenas experimentó variaciones en marzo del 2004, mientras que el de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, con fijación inicial del tipo de más de cinco y hasta diez años, disminuyó levemente (véase gráfico 24). Si se considera el período transcurrido entre junio del 2003 y marzo del 2004, el tipo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, con período inicial de fijación del tipo de más de cinco y hasta diez años, prácticamente no registró variaciones, mientras que el tipo de interés de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros, con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, se elevó unos 20 puntos básicos. El gráfico 24 muestra que los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM en los últimos trimestres han fluctuado con mucha más moderación que los tipos de mercado comparables, una pauta que también se ha observado en el pasado.

Gráfico 24 Tipos de interés a largo plazo de las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

2.8 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

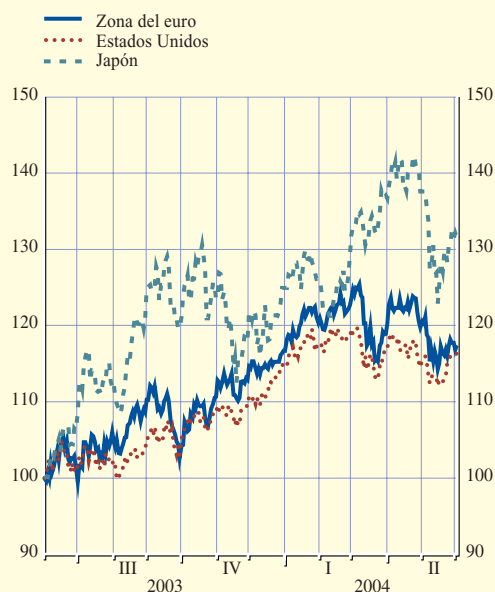
En las principales economías, las cotizaciones bursátiles han bajado ligeramente entre comienzos de marzo y principios de junio, como consecuencia, en parte, de la incidencia de la elevación de los tipos de interés a largo plazo. Además, la inquietud suscitada por los altos precios del petróleo ha tenido un efecto moderador sobre las cotizaciones bursátiles, mientras que la publicación de una serie de datos económicos mejores de lo previsto ha tenido el efecto contrario.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles bajaron de forma generalizada entre comienzos de marzo y principios de junio, en un contexto de volatilidad creciente, interrumpiendo así la tendencia al alza observada durante la mayor parte del 2003 y a comienzos del 2004 (véase gráfico 25). Por un lado, los indicios de mejora de la rentabilidad empresarial, como datos sobre beneficios mejores de lo previsto y la percepción en el mercado de que los datos macroeconómicos publicados eran, en general, más favorables, han ejercido presiones al alza sobre las cotizaciones bursátiles estadounidenses. Por otro lado, la fuerte elevación de los tipos de interés a largo plazo registrada en Estados Unidos ha ejercido presiones opuestas a la baja sobre las cotizaciones bursátiles, dado que desempeñan un papel crucial en la deter-

Gráfico 25 Índices bursátiles

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

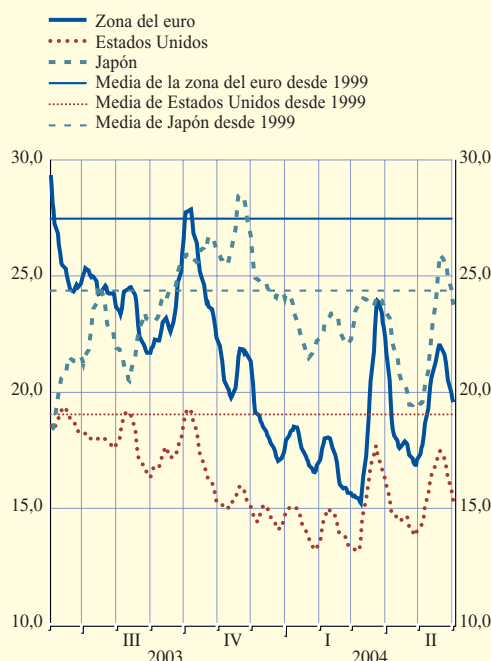


Fuente: Reuters.

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

minación del factor de descuento para los futuros beneficios derivados de las inversiones en los mercados de valores. Además, este descenso generalizado también puede ser reflejo de la preocupación de los inversores respecto a la incidencia económica de la subida de los precios del petróleo. Por último, a este descenso también puede haber contribuido la mayor incertidumbre de los mercados bursátiles. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500 creció 2 puntos porcentuales entre finales de febrero y el 2 de junio, fecha en la que se situó en el 15%, todavía por debajo de la media observada desde 1999 (véase gráfico 26). Más recientemente, entre finales de abril y el 2 de junio, tanto el índice Standard & Poor's 500 amplio como el índice Nasdaq compuesto, que recoge los valores tecnológicos, se elevaron un 1,5% y un 2%, respectivamente.

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron, en general, estables entre comienzos de marzo y principios de junio, en un contexto de acentuada volatilidad. Anteriormente, las cotizaciones bursátiles japonesas habían subido de forma significativa entre mediados del 2003 y comienzos del 2004, reflejando el optimismo de los participantes en el mercado respecto a las perspectivas económicas. Esta tendencia al alza se interrumpió cuando, aparentemente, los inversores empezaron a preocuparse por la elevación general de los tipos de interés a largo plazo. Más recientemente, entre finales de abril y el 2 de junio, el índice Nikkei 225 perdió un 4%. La volatilidad implícita, que mide la incertidumbre del mercado de renta variable japonés, se situó, el 2 de junio, en el 23%, nivel ligeramente inferior a la media registrada desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles descendieron entre principios de marzo y comienzos de junio. Parte del descenso puede explicarse por un marcado incremento de la incertidumbre del mercado de renta variable. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50 creció durante el período, situándose, el 2 de junio, en el 20%, todavía por debajo de la media observada desde 1999 (véase gráfico 26). Además, las percepciones del mercado respecto a factores de alcance mundial, como los altos precios del petróleo, contribuyeron también a moderar las cotizaciones bursátiles. En cambio, otros factores tuvieron efectos opuestos, como la continua mejora de los beneficios efectivos y las revisiones al alza de las expectativas de beneficios a corto plazo de las empresas de la zona del euro por parte de los analistas de mercados. Más recientemente, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, retrocedieron en torno a un 2% entre finales de abril y el 2 de junio.

Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada recientemente en la zona del euro, las cotizaciones bursátiles de ocho de los diez indicadores económicos del índice Dow Jones EURO STOXX han caído entre finales de febrero y el 2 de junio (véase cuadro 6). Las cotizaciones de los sectores de tecnología y telecomunicaciones, que habían registrado una fuerte subida a comienzos del presente año, experimentaron las mayores pérdidas.

Cuadro 6 Variación de los precios y volatilidad histórica de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

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

	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Gas, agua, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	5,0	11,7	7,4	11,8	28,8	4,6	9,0	6,4	8,4	6,9	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2003 I	-19,6	-15,8	-16,0	-12,9	-14,9	-16,4	-9,0	-9,4	-4,1	-7,8	-12,9
2003 II	18,0	21,1	7,6	10,3	25,4	15,3	15,6	19,0	17,7	16,8	18,2
2003 III	4,4	4,4	5,1	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
2003 IV	15,5	13,7	2,1	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 I	-4,7	0,6	2,7	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
Abril	5,0	3,2	0,9	3,8	1,3	3,5	2,6	-15,9	0,2	1,4	0,7
Mayo	-2,1	-1,8	0,4	-0,3	-2,4	2,3	-2,9	-1,2	-4,5	-0,3	-1,7
Fin febrero del 2003 a 2 de junio de 2004	-0,8	-2,8	-3,6	5,0	-6,1	8,6	-3,2	-21,0	-8,6	-0,2	-4,3
Volatilidad (medias del período)											
2003 I	36,1	37,2	29,2	31,2	38,8	35,4	24,8	43,0	34,1	32,5	32,5
2003 II	24,8	28,0	19,8	22,8	26,8	25,4	18,0	35,3	21,5	20,8	23,0
2003 III	23,3	19,9	12,1	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
2003 IV	17,5	17,5	11,6	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 I	15,2	18,4	12,5	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
Abril	14,3	15,0	11,3	15,0	14,2	20,6	15,1	40,6	11,8	13,1	13,3
Mayo	21,7	22,4	13,5	15,8	20,7	15,2	20,4	29,5	19,8	16,2	18,4
Fin febrero del 2003 a 2 de junio de 2004	18,6	20,8	13,4	16,4	18,3	17,2	18,6	33,1	17,9	15,9	16,9

Fuentes: STOXX y cálculos del BCE.

Notas: Las volatilidades históricas se calculan como la desviación típica anualizada de las tasas de variación diarias del índice en el período. Los índices de los sectores figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro ha aumentado sensiblemente en los últimos meses, pasando del 1,6% observado en febrero al 2,5% registrado en mayo del 2004, como consecuencia, en parte, de un pronunciado efecto de base de los precios de la energía, que, tal y como se esperaba, ha impulsado al alza la tasa de variación interanual. Por otro lado, el reciente incremento de los precios del petróleo, junto con el aumento de los impuestos sobre el tabaco, ha contribuido a elevar la inflación. Estos factores, conjuntamente con la subida de los precios de las materias primas distintas del petróleo, han hecho que las presiones al alza incidieran también sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción. De acuerdo con los últimos datos de costes laborales relativos al primer trimestre del 2004, el crecimiento salarial interanual de la zona del euro parece haberse estabilizado entre el 2% y el 2,5%. De cara al futuro, la evolución de los precios energéticos podría seguir ejerciendo, a corto plazo, presiones al alza sobre la inflación, que se mantendrá, probablemente, por encima del 2% por más tiempo de lo que se esperaba hace unos meses. Sin embargo, siempre que los precios de las materias primas no vuelvan a subir, la inflación debería descender por debajo del 2% en el 2005, reflejando moderadas presiones internas sobre los precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE MAYO DEL 2004

Según el avance de Eurostat, la inflación de la zona del euro se elevó al 2,5% en mayo del 2004 (véase cuadro 7). Aunque no se dispone todavía de información detallada, es probable que este aumento haya sido determinado, en gran medida, por la evolución de los precios de la energía. Ello se debió, en parte, al hecho de que el descenso de los precios energéticos registrado hace un año ya no está incluido en la comparación anual, pero refleja también la reciente subida de los precios del petróleo. Sin embargo, como es habitual, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN ABRIL DEL 2004

La inflación de la zona del euro se elevó al 2% en abril del 2004, desde el 1,7% observado en marzo, como resultado principalmente, de la evolución de los precios energéticos (véase gráfico 27). Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo estable en el 2,1%.

Cuadro 7 Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2003 Dic	2004 Ene	2003 Feb	2003 Mar	2004 Abr	2004 May
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,3	2,1	2,0	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5
Energía	-0,6	3,0	1,8	-0,4	-2,2	-2,0	2,0	.
Alimentos no elaborados	3,1	2,1	3,2	2,9	1,9	1,7	1,6	.
Alimentos elaborados	3,1	3,3	3,8	3,3	3,2	4,1	3,9	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	0,7	0,6	0,8	0,7	1,0	.
Servicios	3,1	2,5	2,3	2,5	2,6	2,5	2,5	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-0,1	1,6	1,0	0,3	0,0	0,4	1,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	24,0	24,2	24,1	26,7	27,6	30,9
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	-0,2	5,1	7,2	17,2	19,7	21,1

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

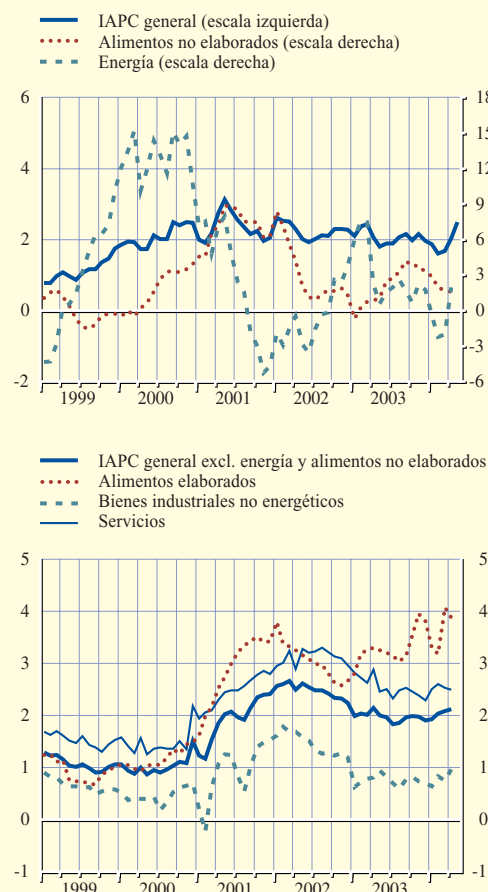
1) La inflación medida por el IAPC de mayo del 2004 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios energéticos ascendió de forma acusada, pasando del -2% de marzo al 2% de abril, como reflejo, fundamentalmente, de un efecto de base asociado a la caída de los precios de la energía que se produjo hace un año, después de la guerra de Iraq. La incidencia al alza sobre la tasa de variación interanual se vio reforzada por el aumento intermensual de los precios energéticos registrado en abril del 2004, tras la fuerte subida que han ido experimentando los precios del petróleo desde febrero de este año. En consecuencia, por primera vez este año, en abril los precios energéticos contribuyeron positivamente a la inflación medida por el IAPC. Al igual que en el mes anterior, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados sólo registró una ligera reducción en abril, lo que sugiere que los efectos de la ola de calor del pasado verano han remitido en gran medida. En conjunto, esta perturbación ha tenido un impacto más duradero que la mayor parte de las perturbaciones atmosféricas que se han producido en los últimos años en la zona del euro. Por ejemplo, las repercusiones del duro invierno de finales del 2001 y comienzos del 2002 se desvanecieron casi completamente en unos cuatro meses, frente a unos ocho meses en el caso de la perturbación del verano del 2003.

La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, permaneció estable en el 2,1% en abril, lo que oculta movimientos de signo contrario entre sus componentes. En comparación con el 0,7% de marzo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos registró en abril un incremento del 1%, que parece ser reflejo, principalmente, de la evolución aislada de determinados componentes observada en algunos países. Los precios de los productos farmacéuticos crecieron notablemente en tasa intermensual en abril, como consecuencia de la aplicación de la reforma sanitaria en Alemania. En Francia y España influyeron las acusadas variaciones estacionales que experimentaron los precios de los artículos de vestir. Hace un tiempo que se viene observando una mayor volatilidad de los perfiles estacionales, que ha ido complicando la evaluación de la evolución de las tasas de variación interanuales de los componentes del IAPC (véase el recuadro 5). En este contexto, la evolución reciente de los precios de los bienes industriales no energéticos no debería interpretarse como señal de nuevos aumentos de este componente, que debería, en general, beneficiarse todavía de la anterior apreciación del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente en abril, tras el marcado incremento registrado como resultado de la elevación de los impuestos sobre el tabaco realizada en marzo. La inflación en los precios de los servicios se mantuvo estable en el 2,5% en abril, lo que seguía reflejando, en gran medida, el aumento de los precios administrados llevado a cabo a principios de este año.

Gráfico 27 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 5

VOLATILIDAD Y PERFILES ESTACIONALES DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

Las tasas de inflación interanuales medidas por el IAPC no se ven afectadas por los perfiles estacionales, siempre que estos perfiles se mantengan estables en el tiempo. Sin embargo, la evolución de su tasa de variación interanual sí se ve afectada por eventuales irregularidades o cambios en los perfiles estacionales. El conocimiento del perfil estacional de los precios de los bienes y servicios incluidos en el IAPC es, por lo tanto, crucial para determinar, por ejemplo, si una elevación de la tasa de inflación interanual medida por el IAPC es indicativa de un aumento de las presiones inflacionistas, o si sólo es resultado de perfiles estacionales irregulares o cambiantes. En el presente recuadro se pone de relieve la volatilidad más acentuada y estacional que ha mostrado el IAPC en los últimos años y que puede explicarse, en parte, por un perfil estacional más acusado de algunos componentes de este índice.

Por otro lado, puede ser útil complementar el análisis de la evolución de la tasa de variación interanual con el de la dinámica a corto plazo del IAPC, debido, fundamentalmente, a que la tasa interanual de un determinado mes refleja la evolución de los precios a lo largo de un período de doce meses. Así pues, las variaciones de la tasa interanual no sólo se ven afectadas por la dinámica de precios más reciente, sino posiblemente también por los denominados efectos de base. El análisis de las tasas de variación correspondientes a períodos inferiores a un año requiere el uso de series temporales desestacionalizadas. Sin embargo, la calidad de estas series depende de la regularidad y la estabilidad de los perfiles estacionales a lo largo del tiempo, dado que, en las series temporales, la desestacionalización sólo puede corregir las variaciones regulares que se producen cada año durante el mismo período y en una medida comparable.

En el análisis de la evolución de los precios que publica en su *Boletín Mensual*, el BCE se basa, habitualmente, en los datos del IAPC general y en un desglose del índice en cinco componentes principales (energía, alimentos no elaborados, alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios). Para el análisis de la evolución a corto plazo, el BCE compila también periódicamente el IAPC desestacionalizado de la zona del euro (véase el cuadro 5.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). Este índice se calcula como el agregado de las series de datos desestacionalizados, para los alimentos no elaborados, los alimentos elaborados, los bienes industriales no energéticos y los servicios, y las series de datos sin desestacionalizar, para la energía, ya que no se ha podido encontrar ningún perfil estacional claro en el componente energético.

El gráfico A muestra la evolución de las variaciones intermensuales de la tasa de inflación medida por el IAPC general de la zona del euro, con datos desestacionalizados y sin desestacionalizar. En el gráfico las series sin desestacionalizar evidencian un indudable aumento de la amplitud de la variación estacional desde el comienzo del 2001. Para ayudar a cuantificar esta mayor volatilidad, en el cuadro siguiente se indica la desviación típica de las tasas de variación intermensuales, a partir de 1996 y a lo largo de distintos períodos, para las series sin desestacionalizar y desestacionalizadas. La desviación típica es una medida útil de la variabilidad histórica, que refleja la desviación media de la tasa de variación de un determinado mes con respecto a la tasa media del período considerado. El cambio que se produce en el 2001 se traduce también en una desviación típica más pronunciada tanto en las series originales como en las desestacionalizadas a partir de ese año.

El análisis de los componentes del IAPC parece apuntar a dos factores principales, que explicarían la mayor volatilidad observada en los últimos años. El primer factor es que, en los últimos años, la

Desviación típica de la tasa de variación intermensual de los componentes del IAPC de la zona del euro

(series desestacionalizadas entre paréntesis)

	Ponderación 2004 en (%)	Desviación típica (en puntos porcentuales) 1996-2000	Desviación típica (en puntos porcentuales) 2001-2004
IAPC	100	0,14 (0,09)	0,25 (0,14)
Energía	8,1	0,83 (-)	1,43 (-)
Alimentos no elaborados	7,7	0,74 (0,41)	0,86 (0,58)
Alimentos elaborados	11,8	0,12 (0,09)	0,23 (0,19)
Bienes industriales no energéticos	31,0	0,26 (0,06)	0,69 (0,12)
Servicios	41,3	0,28 (0,09)	0,37 (0,12)

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

evolución del IAPC de la zona del euro se ha visto influida de forma significativa por el comportamiento de sus componentes más volátiles, en particular los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Ello se debe, en parte, a distintas perturbaciones que han afectado a los precios de la carne, la fruta, las hortalizas y el aceite (véase también el recuadro titulado «Fuentes de volatilidad a corto plazo de la inflación medida por el IAPC» en el *Boletín Mensual* de septiembre del 2003). Una segunda explicación es que factores estadísticos, conjuntamente con cambios en los impuestos indirectos y los precios administrados, pueden haber determinado un perfil estacional más acusado en algunos componentes del IAPC. Más concretamente, se pueden señalar al menos cuatro factores.

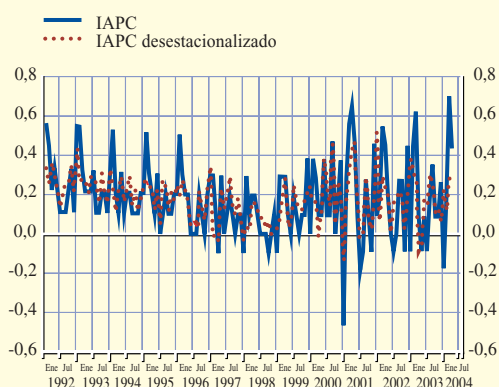
- Algunos países, como Italia y España, han incorporado los precios de artículos rebajados en sus respectivas medidas del IAPC a partir del 2001. Este factor es muy significativo para los bienes industriales no energéticos, dado que los precios que contribuyen en mayor medida al perfil estacional de este grupo son los de los artículos de vestir y del calzado, que suelen ser objeto de importantes rebajas de fin de temporada. Además de este cambio metodológico, en varios países de la zona del euro los períodos de rebajas parecen haberse alargado a partir del 2001, con la oferta de descuentos más elevados, seguidos por mayores subidas de precios en los meses sucesivos. A título de ejemplo, en marzo del 2004, los precios de las prendas de vestir y del calzado registraron una tasa de variación intermensual del 4,9%, cifra que se corresponde con el perfil observado en los últimos años, pero que es notablemente superior a la media histórica del período comprendido entre los años 1997 y 2000 (véase gráfico B). De cara al futuro, a lo largo del año cabe esperar que se produzcan elevadas variaciones de precios, negativas en julio y positivas en septiembre, en consonancia con el nuevo perfil estacional.
- A partir del 2000, en el IAPC de algunos países se ha empezado a utilizar un nuevo método para medir los precios de las vacaciones organizadas. Por ejemplo, en el IAPC de Alemania el nuevo método ha supuesto que los precios de las vacaciones reservadas para Navidades afectan al índice de diciembre, lo que incide en el perfil estacional del componente de servicios.
- En los últimos años, la elevación de los impuestos indirectos sobre el tabaco ha originado variaciones de los precios del tabaco mayores que lo habitual, que han influido en el perfil estacional del componente de alimentos elaborados, dadas las marcadas variaciones de precios registradas en enero, mes en el que se suelen efectuar cambios en los impuestos indirectos.
- En los últimos años, los efectos de los precios administrados sobre el IAPC de la zona del euro han adquirido importancia (véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación» en el *Boletín Men-*

sual de enero del 2004). Dado que los precios administrados cambian, con frecuencia, en enero, también este factor podría afectar al perfil estacional.

En conjunto, en los últimos años el efecto combinado de los citados factores ha dado lugar a un perfil estacional más acusado. Los perfiles estacionales cambiantes sugieren la necesidad de ser cautos a la hora de analizar las variaciones interanuales y los datos desestacionalizados, especialmente en torno al período en el que se produce el cambio.

Gráfico A Tasa de variación intermensual del IAPC y del IAPC desestacionalizado

(tasas de variación intermensuales)

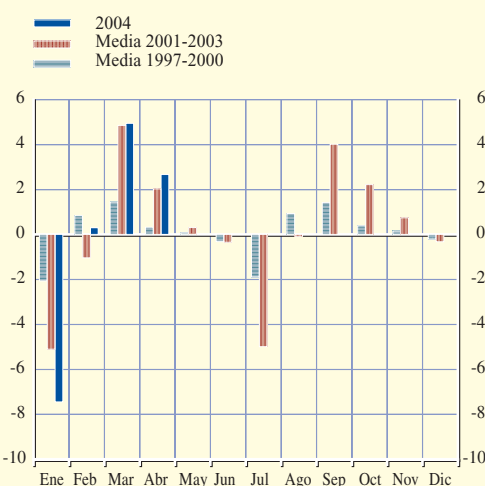


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos anteriores a 1996 son estimaciones basadas en los IPC nacionales no armonizados.

Gráfico B Precios de los artículos de vestir y del calzado

(tasas de variación intermensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La considerable subida de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas está ejerciendo presiones al alza sobre los precios industriales de la zona del euro (véase gráfico 28). La tasa de variación interanual del índice general de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, volvió a elevarse, hasta el 1,4%, en abril, en comparación con el 0,4% de marzo.

Esta evolución fue consecuencia del nuevo y fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía registrado en abril, que reflejó, en parte, el comportamiento de estos precios observado entre los mismos meses del año anterior, cuando los precios del petróleo descendieron de forma significativa. Sin embargo, el aumento de la tasa de variación interanual refleja también el hecho de que los precios del petróleo en euros han ido subiendo desde los primeros días de febrero del 2004.

Por otro lado, la tasa de variación interanual de la mayoría de precios industriales se elevó en abril. Incluso si no se cuenta la energía, la tasa de variación interanual del IPRI, excluida la construcción, aumentó, aunque sólo en 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,4% en abril. Ello fue resultado, básicamente, de una nueva y acusada subida de los precios industriales de los bienes intermedios, relacionada con el incremento de los precios de las materias primas no energéticas.

De cara al futuro, pese a la apreciación del euro, los recientes aumentos de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas deberían continuar ejerciendo presiones al alza sobre los precios industriales de la zona del euro. A este respecto, el índice de precios de la zona del euro para el sector manufacturero volvió a elevarse en mayo, lo que sugiere que los precios industriales seguirán subiendo.

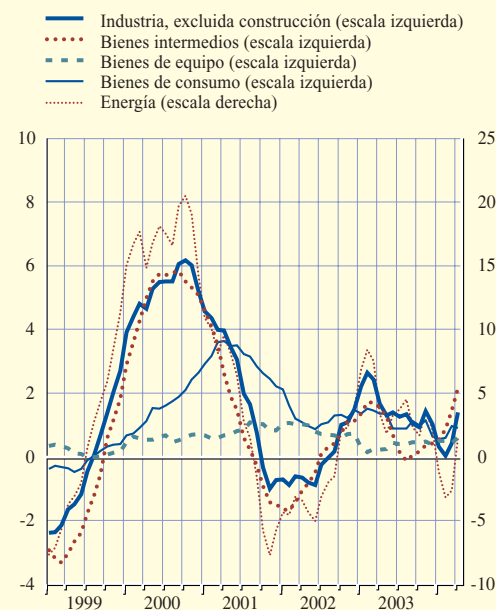
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según la primera estimación de los costes laborales relativos al primer trimestre del 2004, el crecimiento salarial interanual de la zona del euro parece haberse estabilizado entre el 2% y el 2,5%. Esto es, al menos, lo que señala la evolución reciente del indicador de salarios negociados, cuyo crecimiento interanual aumentó ligeramente en el primer trimestre del 2004, tras haber descendido en el cuarto trimestre del 2003, como reflejo, en gran parte, del efecto aislado de la reducción de las primas salariales de Navidad registrada en Alemania. Si se analiza la evolución a corto plazo, se aprecia que el crecimiento de los salarios negociados de la zona del euro se ha venido manteniendo sin cambios en el 2,3% desde el segundo trimestre del 2003, tras haber alcanzado tasas de crecimiento situadas en torno al 2,7% en el 2002 (véase cuadro 8). Los últimos datos publicados confirman la valoración de que el crecimiento salarial es actualmente más bajo, especialmente en comparación con los niveles observados a principios del 2002.

Por el momento, se dispone de otros indicadores de costes laborales sólo hasta el cuarto trimestre del 2003. Sin embargo, están en línea con la moderación del crecimiento salarial registrada desde comienzos del 2002, aunque en distintos grados y con una dinámica diferente (véase gráfico 29). Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora ha disminuido gradualmente en más de

Gráfico 28 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro 8 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

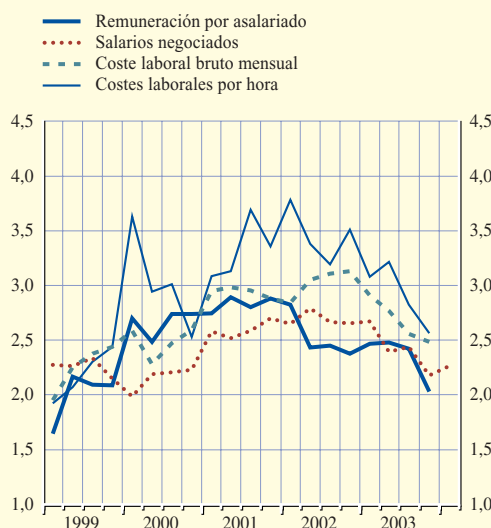
	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
Salarios negociados	2,7	2,4	2,7	2,4	2,4	2,2	2,3
Costes laborales totales por hora	3,5	2,9	3,1	3,2	2,8	2,6	.
Coste laboral bruto mensual	3,0	2,7	2,9	2,8	2,6	2,5	.
Remuneración por asalariado	2,5	2,3	2,5	2,5	2,4	2,0	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

1 punto porcentual entre el principio del 2002 y el último trimestre del 2003. Durante el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se redujo en torno a 0,75 puntos porcentuales, con un descenso particularmente pronunciado a finales del 2003. Si bien este descenso, combinado con una ligera mejora del crecimiento de la productividad del trabajo, tuvo como resultado un menor crecimiento de los costes laborales unitarios a finales del 2003, en el promedio del año estos costes aumentaron un 2%. De cara al futuro, un crecimiento estable de los costes laborales, junto con la esperada continuación de la recuperación cíclica de la productividad del trabajo, debería traducirse en una moderación de las tasas de crecimiento interanuales de los costes laborales unitarios en el transcurso del 2004.

Gráfico 29 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

La evolución futura de los precios de las materias primas, especialmente de los del petróleo, es crucial para las perspectivas de inflación a corto plazo. Los precios del petróleo en euros se encuentran, en la actualidad, cerca de un 30% por encima del nivel registrado a comienzos de febrero del 2004 y en torno a un 40% por encima del nivel observado hace un año. Así pues, en el corto plazo, es probable que la evolución de los precios de la energía ejerza nuevas presiones al alza sobre la inflación, por lo que las tasas de inflación podrían mantenerse por encima del 2% durante más tiempo de lo previsto hace unos meses, y la tasa media de inflación también podría superar el 2% en el 2004. Sin embargo, las presiones internas sobre los precios permanecen moderadas, lo que se refleja en una evolución salarial, en general, estable. En conjunto, la inflación debería situarse por debajo del 2% en el 2005, siempre que los precios de las materias primas, especialmente los del petróleo, no generen nuevas presiones al alza, directas o indirectas. Además, en la coyuntura actual, se tiene escaso conocimiento de los futuros cambios que se vayan a llevar a cabo en los impuestos indirectos y los precios administrados, ya que sólo se puede disponer de estos datos hacia finales de año. Para más información sobre las perspectivas económicas, véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema».

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,6% en el primer trimestre del 2004. En los primeros meses del año, el crecimiento económico, que fue generalizado en todas las ramas de actividad, se vio favorecido principalmente por una intensa expansión del consumo privado y de las exportaciones. Los indicadores a corto plazo disponibles sugieren que es probable que continúe la recuperación en el segundo trimestre de este año, sustentada en el crecimiento sostenido de los servicios y de la industria. De cara al futuro, la situación exterior e interior sigue respaldando el crecimiento, que se espera que se consolide en el futuro.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

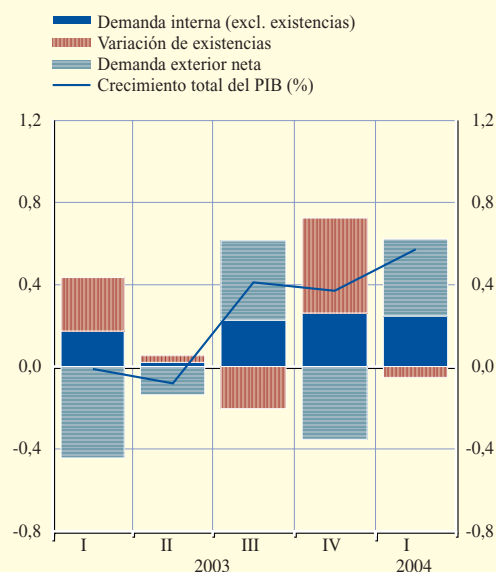
La recuperación de la actividad económica que se inició en el segundo semestre del 2003 continuó en el primer trimestre del 2004 (véase gráfico 30).

Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,6% en el primer trimestre del 2004. Esta cifra representa una nueva mejora tras las tasas de crecimiento positivas registradas en los trimestres tercero y cuarto del 2003. El vigoroso crecimiento experimentado a principios del 2004 obedece a la contribución de la demanda exterior neta, que se tornó positiva, mientras que la aportación de la demanda interna siguió siendo positiva, aunque más reducida. Esta reducción se debió a la expansión negativa de todos los componentes de la demanda interna, a excepción del consumo privado, cuyo crecimiento fue intenso. Sin embargo, determinados factores especiales afectaron negativamente a la formación bruta del capital fijo en el primer trimestre del 2004 (que se reflejó, en particular, en el notable retroceso de la inversión en construcción en Alemania). Por el contrario, se registró un sólido crecimiento de la inversión en otros países para los que se dispone de estimaciones detalladas de los componentes del gasto. En tanto que el importante descenso de la inversión en construcción en Alemania queda explicado, en parte, por factores transitorios, el resultado, peor de lo esperado, de la inversión de la zona del euro no cambia la valoración anterior acerca de que la inversión seguirá recuperándose en los próximos trimestres. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue positiva en el primer trimestre del 2004, cancelando la contribución negativa, de la misma magnitud, que se registró en el trimestre anterior. Esto es reflejo de un marcado incremento del crecimiento de las exportaciones y de un avance ligeramente menor de las importaciones.

Al evaluar los datos de las cuentas nacionales para el 2004, hay que considerar que las cifras trimestrales del PIB real de la zona del euro y de sus componentes, publicadas por Eurostat, están ajustadas de estacionalidad y de días laborables. Ya que en el 2004 el número de días laborables es mayor que el habitual, es especialmente importante, en la coyuntura actual, tener en cuenta el ajuste por efectos de calendario, para evaluar correctamente la evolución macroeconómica (véase recuadro 6 para más detalles sobre el efecto del ajuste por las variaciones en los días laborables en el PIB real de la zona del euro en el año 2004).

Gráfico 30 Contribuciones al crecimiento del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



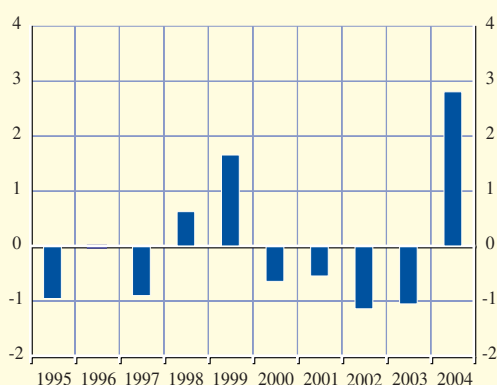
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 6

EL IMPACTO DEL NÚMERO DE DÍAS LABORABLES EN EL PIB DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2004

El número de días laborables en el 2004 es inusualmente elevado, ya que este año es bisiesto y varios días festivos caen en fin de semana (p. ej. el 1 de mayo, así como el 25 y el 26 de diciembre). Como el producto varía con el número de días laborables, este calendario tendrá este año un pronunciado efecto en el crecimiento sin ajustar del PIB y de sus componentes. En el 2004, el número de días laborables es superior en 2,8 días a la media del período 1990-2004, mientras que en el año 2003 fue inferior en 1,1 días (véase gráfico siguiente). Así pues, la tasa de crecimiento interanual del PIB, sin ajustar, se verá especialmente afectada en el 2004, ya que hay casi cuatro días laborables más que en el 2003, la mayor diferencia de los últimos años.

Desviación del número de días laborables de la zona del euro con respecto a su media a largo plazo (1990-2004)



Fuente: Cálculos del BCE.

cuando las fiestas oficiales caen en fin de semana y por las discrepancias en las cuotas de valor añadido de las ramas productivas cuya actividad se ve fuertemente influida por la diferencia en el número de días festivos. Sin embargo, también es posible que se produzcan variaciones en el cálculo estadístico de las cifras trimestrales del PIB, que pueden dar lugar a efectos de calendario menos pronunciados en los datos brutos. Las diferencias entre países, así como el considerable impacto de los días laborables del 2004 en el PIB de la zona del euro, corroboran la opinión de que, para muchos análisis económicos, es necesario realizar ajustes por los efectos de calendario. El PIB trimestral de la zona del euro y sus componentes publicados por Eurostat y utilizados en el Boletín Mensual del BCE están, por lo tanto, ajustados de variaciones estacionales y de días laborables.

Al estimar el efecto de días laborables se tiene en cuenta que la mayor parte de la actividad económica depende de una semana de cinco días laborables, excluidos los días festivos. Un límite superior a este efecto de días laborables puede obtenerse suponiendo que la producción de cada día laborable es proporcional al número anual de fiestas oficiales. Como el promedio de días laborables en la zona del euro es de unos 250 días al año, el efecto potencial de un día laborable en el producto anual sería, como mucho, de un 0,4%, aproximadamente. No obstante, existen numerosos motivos que explican por qué el efecto real de los días laborables en el PIB no es proporcional, sino que es menor. Ello se debe, por ejemplo, a las ramas de actividad con una producción continua, así como a la cifra de negocios del comercio al por menor durante los fines de semana. Además, pueden observarse efectos opuestos en ramas productivas cuya actividad es elevada los fines de semana y las vacaciones (turismo). En general, las estimaciones disponibles sugieren que cada día laborable extra en la zona del euro incrementa el PIB interanual de 0,05% a 0,1%.

El BCE estima que este efecto de calendario contribuirá en torno a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual al crecimiento del PIB de la zona del euro en el 2004. Este número se obtiene de agregar las estimaciones del efecto de calendario efectuadas por separado para Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, y los Países Bajos. Estos seis países representan más del 90% del PIB de la zona del euro. La magnitud estimada del efecto de calendario difiere de un país a otro. Se estima, por ejemplo, que en el 2004 este efecto supondrá para Alemania alrededor de 0,5 puntos porcentuales del crecimiento interanual del PIB, para Francia de 0,2 o 0,3 puntos porcentuales, y para otros países de la zona del euro es probable que sea aún menor. Esta diferencia relativamente amplia en las estimaciones está motivada por el distinto número de días festivos, por los días que se conceden en algunos países como compensación

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

En términos de la composición del crecimiento por ramas de actividad, el aumento del valor añadido total en el primer trimestre de este año se vio impulsado por un mayor crecimiento tanto en los servicios como en la industria. La expansión del valor añadido total en la industria (incluida la energía) fue particularmente intensa en el primer trimestre del 2004, y, pese a su menor ponderación en el valor añadido total, su contribución al crecimiento del producto total fue similar a la del crecimiento en los servicios. En el primer trimestre de este año, la vigorosa actividad del sector primario también contribuyó significativamente al incremento del valor añadido, mientras que la aportación de la construcción fue prácticamente nula.

Los datos de producción industrial proporcionan señales que no son plenamente compatibles con los datos de valor añadido para el primer trimestre del 2004. En concreto, los datos de producción industrial (excluida la construcción) disponibles hasta marzo sugieren que, tras haber contribuido significativamente al crecimiento del producto durante el segundo semestre del 2003, la industria no fue uno de los motores de la expansión de la actividad económica en el primer trimestre del 2004. De hecho, la producción industrial (excluida la construcción) apenas registró cambios en el primer trimestre del 2004 en su conjunto (véase gráfico 31). Las señales a corto plazo sobre la industria procedentes de distintas fuentes varían en ocasiones, aunque la mayor cobertura y las revisiones posteriores tienen a reducir la diferencia. En la coyuntura actual, teniendo en cuenta los datos disponibles procedentes de las encuestas a la industria manufacturera, así como el fuerte aumento del crecimiento de las exportaciones, los datos de valor añadido parecen ofrecer un panorama de la evolución de la industria en el primer trimestre del 2004 más preciso que los datos de producción industrial.

Desde una perspectiva más desagregada, la evolución fue diversa en los primeros meses del año. En concreto, la producción de bienes de capital se redujo de forma acusada en el primer trimestre del 2004. Este descenso contrastó con el pronunciado incremento registrado en la producción de energía, mientras que la producción de bienes intermedios y de consumo se mantuvo prácticamente inalterada. Tras crecer intensamente en el cuarto trimestre del 2003, el número de nuevos pedidos en las manufacturas apenas registró cambios en el primer trimestre del 2004. Sin embargo, hay señales de que la demanda de productos industriales podría haber mejorado gradualmente en los primeros meses de este año, habiendo crecido considerablemente los pedidos en marzo.

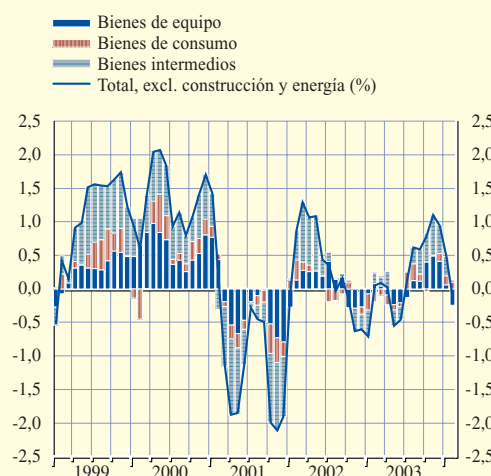
DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y A LOS SERVICIOS

Los datos de las encuestas de abril y mayo son coherentes con el crecimiento en curso tanto en la industria como en los servicios.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió ligeramente en mayo, tras haber experimentado una sensible mejora en abril (véase gráfico 32). El retroceso de mayo se debe, con toda probabilidad, a una volatilidad muy de corto plazo que no conviene interpretar como una interrupción del aumento general registrado en el índice desde mediados del año 2003. En lo que se refiere a los componentes, la valoración tanto de la cartera de pedidos como de las expectativas de producción en los tres meses siguientes empeoró

Gráfico 31 Contribuciones al crecimiento de la producción industrial

(contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)

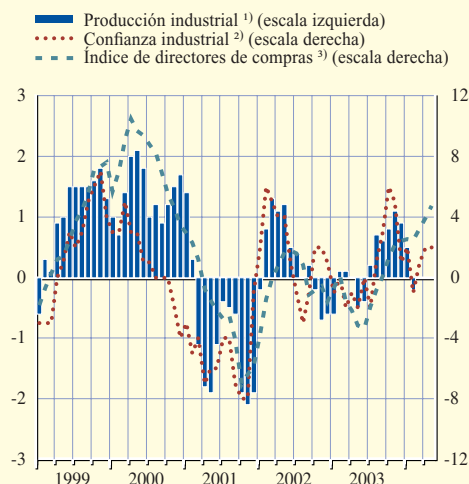


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 32 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestrales.

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

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

la situación económica, así como de la evolución de la demanda en los tres meses previos, no registró modificaciones significativas. La encuesta a los directores de compras de los servicios proporciona señales análogas. Entre los indicadores de esta encuesta, el índice de actividad comercial experimentó un pronunciado aumento en mayo, tras haber permanecido estabilizado en abril. El índice de expectativas futuras y el índice de nuevos pedidos se incrementaron significativamente en mayo, tras haber retrocedido o haber mantenido prácticamente inalterados desde enero del 2004.

En resumen, los datos procedentes de las encuestas son, en general, compatibles con unas perspectivas económicas favorables tanto para los servicios como para la industria. En primer lugar, todos los indicios apuntan a un crecimiento sostenido en estas ramas de actividad durante el segundo trimestre del 2004. Además, la mejora de las expectativas relativas al clima empresarial indica que el crecimiento puede afianzarse aún más a finales de año.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores a corto plazo del gasto de los hogares, aunque contradictorios, sugieren que el consumo privado podría mantener su solidez en el segundo trimestre del 2004.

Apenas hay señales disponibles para el segundo trimestre del 2004, especialmente procedentes de las cifras de gasto. Las matriculaciones de automóviles registraron una fuerte subida en abril, tras haber disminuido durante el primer trimestre. Dada la elevada volatilidad de este indicador, es demasiado pronto para evaluar si puede esperarse una recuperación significativa en este sector durante el segundo trimestre de este año. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó de forma acusada en el primer trimestre del 2004 en su conjunto (véase gráfico 33). Este aumento oculta una evolución diferente en los distintos países, y refleja un intenso crecimiento en enero, mientras que en febrero y en marzo

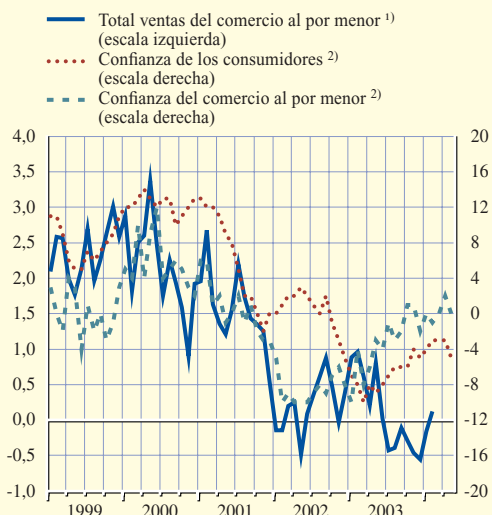
levemente en mayo, lo que sólo se vio parcialmente compensado por una pequeña mejora en la valoración de las existencias de productos terminados. La valoración de la producción observada en los tres meses anteriores, según figura en las encuestas de opinión de la Comisión Europea, se redujo marcadamente en mayo, tras un incremento muy fuerte en el mes anterior.

Las señales para el sector manufacturero procedentes del índice de directores de compras para el segundo trimestre del 2004 también son coherentes con la recuperación en curso. Este índice avanzó de nuevo en mayo del 2004 debido, principalmente, a las considerables subidas de los componentes relacionados con variaciones en la producción y en los nuevos pedidos, variables ambas que registraron acusados aumentos en noviembre del 2003

Tras haberse mantenido prácticamente sin cambios en los dos meses anteriores, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también mejoró en mayo. Esta mejora se debió, principalmente, al considerable aumento de la demanda esperada. Por el contrario, la valoración de

Gráfico 33 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

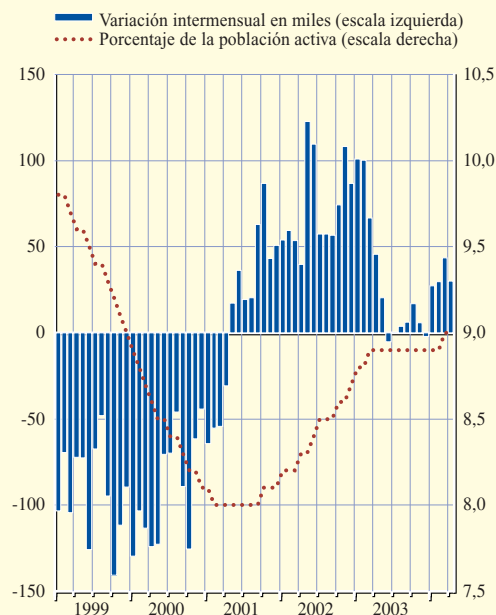
(datos mensuales)



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

Gráfico 34 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

las ventas fueron moderadas. Así pues, el crecimiento de las ventas del comercio al por menor no parece ser generalizado y, aparentemente, ha sido especialmente volátil en los primeros meses de este año.

Según el indicador de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores se redujo en mayo, tras haberse mantenido estable en marzo y en abril. La confianza de los consumidores ha seguido una senda gradualmente ascendente (aunque ligeramente volátil) desde mediados del año 2003. Los datos para abril y mayo del 2004 señalan la persistencia de la incertidumbre entre los consumidores durante el segundo trimestre del año. El descenso de mayo se debió a que las expectativas de los hogares tanto respecto a su propia situación financiera como a la situación económica general en el futuro fueron menos optimista, y sólo se vieron compensadas en parte por una opinión algo más positiva en relación con el ahorro y el paro futuros. La evolución de la confianza del comercio al por menor presentaba un panorama similar.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

La situación del mercado de trabajo continuó siendo de atonía en los cuatro primeros meses del 2004. En abril, la tasa de paro fue del 9%, sin cambios con respecto a marzo, y ligeramente superior a la de febrero (véase gráfico 34). La incorporación de datos revisados para Alemania ha provocado una revisión al alza de la tasa de paro de la zona del euro de los dos últimos años, cifrada en un punto porcentual en promedio. No obstante, el perfil de la tasa de desempleo no se ha modificado significativamente, registrándose sólo ligeros cambios desde marzo del 2003. Además, tampoco se han producido modificaciones de importancia en las tasas de paro por grupos de edad y sexo desde ese mismo mes.

El número de parados ha seguido creciendo. En abril del 2004, el incremento del número de desempleados, en torno a 30.000 en datos desestacionalizados, fue ligeramente inferior al del mes anterior, pero muy similar al incremento medio registrado desde enero del 2003. No obstante, el aumento medio del número de parados desde enero a abril del 2004 ha sido más elevado que en la segunda mitad del 2003.

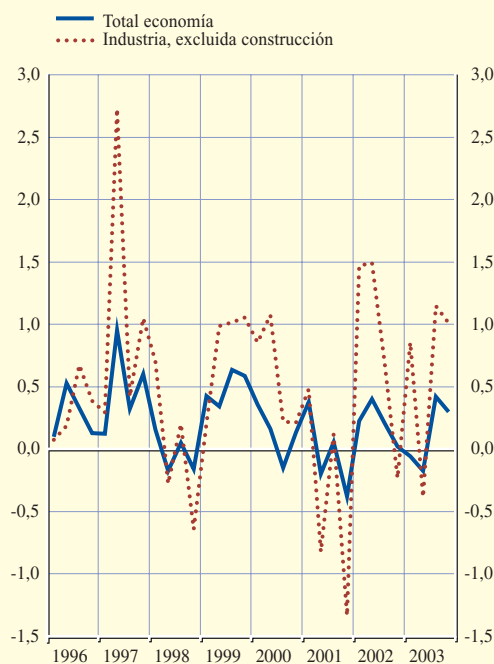
EMPLEO

El nivel de empleo aumentó moderadamente en el cuarto trimestre del 2003, tras haberse mantenido prácticamente estabilizado desde mediados del 2002 (véase cuadro 9). La recuperación de la actividad económica registrada desde mediados del 2003 explica por qué el crecimiento de la productividad del trabajo fue sensiblemente positivo durante el segundo semestre del año, tanto en la economía en su conjunto como en la industria (véase gráfico 35).

Según el indicador de la Comisión Europea, las expectativas de creación de empleo en las manufacturas mejoraron, en general, de enero a marzo del 2004 y, en menor medida también de abril a mayo (véase cuadro 36). Por el contrario, el índice de empleo en las manufacturas de la encuesta a los directores de compras apunta a una situación del empleo prácticamente estable en la industria manufacturera desde finales del 2003. En cuanto a los servicios, las expectativas de creación de empleo de la Comisión fueron, en general, estables en el primer trimestre el 2004 y mejoraron algo tanto en abril como en mayo. El índice de empleo de la encuesta a los directores de compras de los servicios volvió a elevarse ligeramente en mayo por tercer mes consecutivo, siendo ahora compatible con la estabilización del nivel de empleo en los servicios. El crecimiento sostenido del PIB real registrado en el primer trimestre del 2004 y el moderado incremento esperado

Gráfico 35 Productividad del trabajo

(tasas de variación intertrimestrales; desestacionalizadas)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 9 Crecimiento del empleo

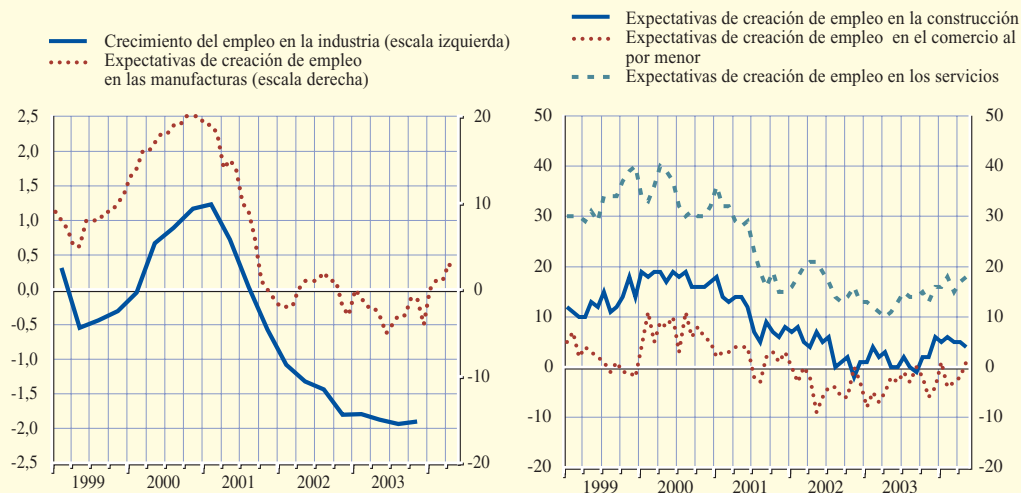
(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
Total de la economía	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Del cual:							
Agricultura y pesca	-1,9	-1,5	-0,6	-0,7	-0,1	0,2	0,2
Industria	-1,2	-1,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
Excluida la construcción	-1,4	-1,9	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Construcción	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,7	-0,3
Servicios	1,4	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Comercio y transporte	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2
Finanzas y empresas	2,4	1,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,6
Administración pública	1,8	0,9	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 36 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanuales; saldos netos)



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

en el crecimiento del empleo en el mismo período indican que probablemente la productividad del trabajo haya mejorado nuevamente a comienzos del 2004.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores de coyuntura disponibles sugieren que es probable que el crecimiento sea sostenido en el segundo trimestre de este año. De cara al futuro, la situación tanto externa como interna es tal que la recuperación económica de la zona del euro puede que se mantenga en lo que resta de año y que cobre impulso más adelante (para más detalles, véase la sección titulada «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»). En primer lugar, se espera que la solidez y la generalización de la expansión económica mundial respalde la demanda externa de bienes y servicios de la zona del euro. En segundo lugar, la inversión de la zona debería sustentarse gradualmente en el fortalecimiento de la demanda mundial, en la mejora de los beneficios empresariales y en las favorables condiciones de financiación. En tercer lugar, en ausencia de restricciones financieras de importancia, el crecimiento de la renta real disponible debería traducirse en un consumo más sólido que el observado últimamente. Aún persisten algunas fuentes de riesgo para el crecimiento. Por un lado, el actual ritmo del crecimiento económico fuera de la zona del euro, que es bastante intenso, la reciente evolución del consumo privado y algunos datos procedentes de las encuestas implican una dinámica de crecimiento más vigorosa, sobre todo en el corto plazo. Por otra parte, la evolución futura de los precios del petróleo y de las materias primas plantea riesgos. Además, aún preocupa la persistencia de desequilibrios en la economía mundial.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

No se prevé que la situación de las finanzas públicas de la zona del euro mejore durante los años 2004 y 2005. Unas ratios de déficit estables, en promedio, a lo largo del horizonte de previsión reflejan una orientación fiscal neutral en el conjunto de la zona del euro, como resultado de unos recortes impositivos y una contención del gasto que tenderán a compensarse mutuamente. El insuficiente saneamiento presupuestario dará lugar a desequilibrios fiscales persistentes en la mayoría de los países. Las estrategias de política fiscal se verán condicionadas por tres importantes desafíos. Así, la cuestión de mayor trascendencia será la adopción de un proceso de saneamiento presupuestario creíble, orientado a corregir los citados desequilibrios, como parte de una estrategia de reforma integral. Asimismo, se precisa una aplicación estricta de las reglas fiscales al objeto de fortalecer su credibilidad. Por último, también se requiere una mejora del grado de fiabilidad y cobertura de la información presupuestaria facilitada con el fin de aumentar la transparencia fiscal y reforzar su supervisión.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LOS AÑOS 2004 Y 2005

Las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro continúan siendo desalentadoras. Con arreglo a las previsiones de primavera de la Comisión Europea, la ratio media de déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se mantendrá sin cambios, en el 2,7% del PIB, en el año 2004 (véase cuadro 10). Esta ratio media de déficit sólo mejorará de forma muy leve en el 2005, hasta el 2,6% del PIB. A lo largo del horizonte de previsión, se estima que seis países, Alemania, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal, incurrirán en ratios de déficit por encima del valor de referencia del 3% durante al menos un año. Al margen de estos países, tampoco se espera que Luxemburgo y Austria registren situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit.

Cuadro 10 Previsiones de evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

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

Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil). Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

Las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea muestran desviaciones sustanciales con respecto a los objetivos más optimistas incluidos en los últimos programas de estabilidad actualizados, presentados por los países miembros a finales del 2003 y comienzos del 2004. Las desviaciones se apartan de los objetivos iniciales de la mayoría de los países, especialmente de los que registran importantes desequilibrios fiscales. Las ratios de déficit de la zona del euro previstas por la Comisión para los años 2004 y 2005 se sitúan, respectivamente, 0,4 y 0,8 puntos porcentuales del PIB por encima de los objetivos medios de déficit incluidos en los programas de estabilidad de los países miembros. Esta evolución presupuestaria menos favorable sólo en parte obedece a los resultados del 2003, peores de lo esperado, y a los supuestos macroeconómicos más conservadores utilizados. Las previsiones también anticipan importantes debilidades de las políticas de ajuste. En concreto, muchos países no han especificado con detalle las medidas presupuestarias que adoptarán para alcanzar sus objetivos de gasto o con las que sustituirán las medidas de carácter transitorio aplicadas previamente. Por lo tanto, existe un claro riesgo de que los esfuerzos de saneamiento terminen siendo en la práctica menos ambiciosos que los originalmente planeados.

Las elevadas ratios de déficit de la zona del euro continuarán influyendo de forma negativa sobre la evolución de la deuda pública. La ratio media de deuda pública aumentará en el 2004 por segundo año consecutivo hasta el 70,9% del PIB, para luego estabilizarse en el 2005. Las ratios de deuda de siete países sobrepasarán el 60% del PIB en el 2004 y el 2005 y sólo experimentarán un ligero descenso en dos de los tres países con ratios de deuda muy sustanciales.

FACTORES SUBYACENTES EN LA EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA

Se espera que las políticas presupuestarias de los países miembros mantengan prácticamente estable el saldo presupuestario del conjunto de la zona del euro durante el horizonte de previsión, con un pequeño descenso del gasto por intereses y ninguna mejora del saldo primario (véase gráfico 37 a y b). Asimismo, esta evolución, junto con un crecimiento en torno a la tasa potencial en el citado período, implica, en promedio, una orientación generalmente neutral de la política fiscal de la zona del euro. Esta afirmación viene ilustrada por la previsión de que los factores cíclicos y los esfuerzos de saneamiento medidos por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, tendrán un efecto muy limitado sobre el saldo presupuestario agregado en el período 2004-2005 (véase gráfico 37 c).

No obstante, la estabilidad del saldo primario oculta una estrategia de recortes impositivos financiados mediante un ahorro básicamente equivalente en el gasto primario. Las tasas de variación de los ingresos totales y del gasto primario ajustados de ciclo ilustran esta estrategia (véase gráfico 37 d). La ratio media de ingresos, ajustada de ciclo, disminuirá de forma gradual en casi 1 punto porcentual durante el período 2004-2005, debido principalmente a recortes de los impuestos directos y de las cotizaciones a la seguridad social. Los ingresos de capital, estimulados en algunos países por los sustanciales importes de carácter puntual recaudados en años precedentes, experimentarán un descenso que también contribuirá a reducir la ratio de ingresos. Por el contrario, algunas subidas de impuestos indirectos y la ampliación de las bases tributarias compensarán, en parte, la reducción de los ingresos originada por las citadas medidas.

Cabe esperar que la contención del gasto primario compense, en líneas generales, la reducción prevista de los ingresos, generándose así un efecto fiscal neutral sobre el saldo presupuestario. En concreto, se prevé que la ratio media de gasto primario, ajustada de ciclo, disminuya en casi 1 punto porcentual del PIB durante el período 2004-2005, procediendo el grueso de esta caída de reducciones del consumo público y de las prestaciones sociales. Los esfuerzos de saneamiento previstos por los diversos países en la vertiente del gasto presentan diferencias sustanciales, anticipándose medidas más ambiciosas en algunos de los Estados miembros con importantes desequilibrios presupuestarios. Asimismo, se prevé que, dado el contexto de recuperación económica gradual, las prestaciones sociales y, en particular, los desembolsos relacionados con el desempleo, crezcan en los años 2004 y 2005 a unos ritmos inferiores a los registrados en los últimos años.

PRINCIPALES DESAFÍOS PARA LAS POLÍTICAS FISCALES

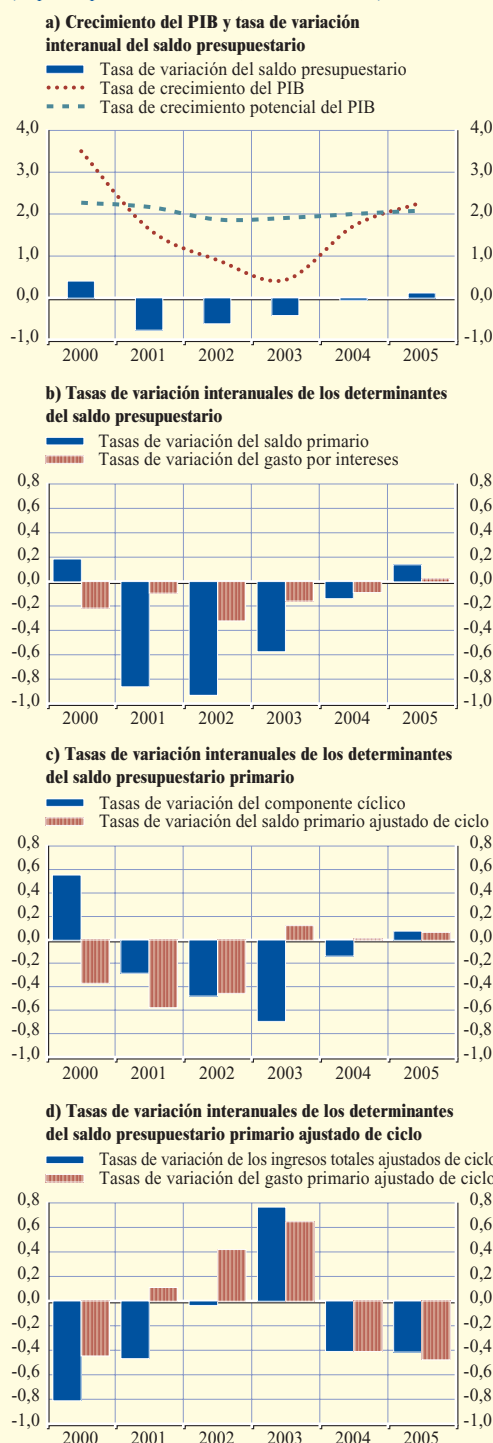
El principal desafío al que se enfrentan las finanzas públicas de la zona del euro consiste en la prevención y corrección de los importantes desequilibrios existentes en una serie creciente de países. Las previsiones de la Comisión indican que la mitad de los países podría incurrir en déficit excesivos, mientras que un número muy reducido de ellos mantiene una situación presupuestaria sólida. En consecuencia, los ajustes presupuestarios en los países que cuentan con desequilibrios fiscales no podrán, por lo general, satisfacer el acuerdo del Eurogrupo que estipula un saneamiento estructural anual de, al menos, un 0,5% del PIB, ni tampoco los compromisos concretos y más rigurosos contraídos en cumplimiento de las conclusiones del Consejo. Al mismo tiempo, en un conjunto de países no se lograrán situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit dentro del horizonte temporal de sus programas de estabilidad si, como se prevé, los ajustes presupuestarios en la mayoría de los países miembros son menos ambiciosos de lo que sería necesario.

La persistencia de situaciones presupuestarias en desequilibrio no sólo tendrá efectos perniciosos sobre la sostenibilidad fiscal, sino que también pondrá en tela de juicio la credibilidad del marco fiscal europeo. El hecho de que un creciente número de países sobrepase el valor de referencia del 3% del PIB o retrase la corrección de sus déficit excesivos podría acentuar las preocupaciones existentes acerca de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta situación agravaría los problemas registrados en períodos recientes, cuando la presión de los restantes países miembros ha sido, en ocasiones, inapropiada. Así pues, el logro de unas situaciones presupuestarias saneadas y la garantía de una adecuada aplicación del marco fiscal europeo constituyen dos desafíos estrechamente relacionados a los que se enfrentan los países de la zona del euro.

Asimismo, resulta esencial compilar adecuadamente de los datos estadísticos con arreglo a las normas establecidas por Eurostat con el fin de permitir una supervisión multilateral coherente y una aplicación de los procedimientos necesarios en el momento oportuno. De un cumplimiento insatisfactorio de las exigencias en materia esta-

Gráfico 37 Determinantes de la evolución del saldo presupuestario

(en puntos porcentuales del PIB; tasas de variación)



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

dística se han derivado en el pasado importantes revisiones de los datos iniciales en una serie de casos. Las operaciones extrapresupuestarias han afectado negativamente a la evolución de la deuda pública, habiendo ralentizado sustancialmente su reducción. Dado que el saldo presupuestario total se mantuvo sin cambios, dichas operaciones socavaron el valor informativo de éste, lo que, sin duda, ha obstaculizado la supervisión presupuestaria.

ESTRATEGIAS DE SANEAMIENTO Y REFORMA

En el contexto actual, el predominio de importantes desequilibrios exige conceder prioridad a un saneamiento presupuestario creíble como parte de una agenda integral de reformas estructurales. En este ámbito son necesarios mayores avances, mientras que la mejora de la situación económica debería reducir los costes de oportunidad políticos de la persecución de este objetivo. Asimismo, unas estrategias de política fiscal apropiadas y creíbles deben acometerse en paralelo a una estricta aplicación del marco fiscal de la UE. Esta exigencia requiere una corrección de los déficit excesivos acorde con las conclusiones y recomendaciones del Consejo y lograr posiciones presupuestarias en equilibrio o con superávit en consonancia con el acuerdo del Eurogrupo. La presión de los países miembros en el seno del Consejo ECOFIN es fundamental a este respecto, mientras que la preparación de informes de la Comisión sobre la existencia de déficit excesivos en Grecia y los Países Bajos resulta una decisión acertada. Por último, la oportuna publicación de datos de elevada calidad, junto a los esfuerzos de Eurostat y de otras instituciones y foros de la UE orientados a mejorar las bases de información y la transparencia presupuestaria, puede mejorar considerablemente la operativa del proceso de supervisión y reforzar la credibilidad de las estrategias fiscales.

La adopción de dichas estrategias reportaría considerables beneficios. El saneamiento y las reformas propiciarían un mejor funcionamiento de los estabilizadores automáticos, al tiempo que consolidarían las expectativas de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. Asimismo, evitan una repetición de los errores del pasado, cuando los países no aprovecharon la oportunidad concedida por unas condiciones económicas relativamente favorables para corregir suficientemente sus desequilibrios presupuestarios. Una aplicación estricta de las reglas fiscales reforzaría la credibilidad de las bases institucionales de la UEM y, con ello, fortalecería las expectativas de unas finanzas públicas saneadas y de estabilidad macroeconómica.

Una estrategia creíble de saneamiento presupuestario, combinada con reformas estructurales, también debería contribuir a la sostenibilidad fiscal a largo plazo y a un mayor crecimiento potencial mediante una mejora de las condiciones de la oferta. En concreto, las reformas de los sistemas impositivos y de prestaciones podrían reforzar los incentivos al trabajo y a la inversión, al tiempo que atenuarían las presiones sobre los presupuestos sociales. En un buen número de países se precisan reformas urgentes de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria con el fin de elevar la tasa de participación de la población activa y de sentar las bases para afrontar los futuros costes presupuestarios del envejecimiento de la población. Asimismo, la reducción del gasto público ineficiente podría contribuir a financiar los recortes impositivos.

El saneamiento presupuestario debería ser de «alta calidad», por un motivo adicional, a saber, que los efectos riqueza y confianza derivados de dichos programas de saneamiento podrían reducir de forma considerable, e incluso compensar con creces, las posibles repercusiones desfavorables sobre la demanda y la actividad económica a corto plazo. A este respecto, cabe resaltar tres canales de transmisión. Si en el sector privado existe la percepción de que el gasto público será permanentemente más reducido en los próximos años, los hogares revisarán al alza sus rentas futuras esperadas al anticipar unos menores impuestos futuros. En consecuencia, también crecerán el consumo corriente y el planeado.

Por otro lado, el saneamiento presupuestario podría mejorar las condiciones de financiación a largo plazo, debido a un menor endeudamiento público (reducción del efecto expulsión) y a unas primas por riesgo de impago de la deuda pública más reducidas. Así pues, los efectos riqueza inducidos por los menores tipos de interés de mercado, tanto en términos nominales como reales, estimularían un mayor nivel de consumo. Además, también es probable que aumente la inversión privada, dadas las condiciones de financiación más favorables.

Por último, en caso de que los menores tipos impositivos esperados y la mayor eficiencia del gasto público fortalezcan los incentivos al trabajo y a la inversión, también se produciría una mejora concomitante de las perspectivas de crecimiento económico. Si el saneamiento presupuestario sustentase un entorno como el mencionado, es probable que los gastos de inversión y consumo privados respondan de un modo mucho más favorable que en contextos de persistencia o incluso aumento de los déficit públicos.

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

A partir de los datos disponibles hasta el 17 de mayo de 2004, los expertos del Eurosistema han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real se sitúe entre el 1,4% y el 2% en el 2004, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2005. La tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) proyectada se sitúa entre el 1,9% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005.

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

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

ENTORNO INTERNACIONAL

La recuperación de la actividad económica mundial se ha generalizado e intensificado desde el otoño del 2003, sustentada, en parte, en políticas económicas expansivas y en las favorables condiciones de financiación, así como en la mejora de la situación financiera del sector empresarial. Partiendo del supuesto de disminución gradual de los precios del petróleo y de primas de riesgo moderadas en los mercados financieros, conforme a los supuestos anteriormente mencionados, se estima que la recuperación seguirá siendo intensa durante el período que abarcan las proyecciones.

Se espera que Estados Unidos y Asia, excluido Japón, continúen siendo los países que en mayor medida contribuyan al crecimiento mundial. En Estados Unidos, el crecimiento obedecerá a un repunte de la inversión, respaldado al mismo tiempo por un consumo privado robusto, en vista de la mejora continuada del mercado de trabajo. El crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, se mantendría intenso, como reflejo de la dinámica del crecimiento interno. En lo referente a otras regiones, el panorama es más variado, si bien es previsible que la fuerte demanda de Estados Unidos y de Asia, excluido Japón, impulse la actividad económica en la mayoría de ellas. La economía japonesa proseguiría la actual senda de recuperación, y la demanda interna se beneficiaría de la aplicación de las reformas estructurales en curso y de la relajación de las presiones deflacionistas. Se espera que el dinamismo del crecimiento del PIB real del Reino Unido persista durante el período proyectado. Por otro lado, respecto de los paí-

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

2 Se parte del supuesto de que los tipos de interés a corto plazo, medidos por el Euribor a tres meses, se mantendrán sin variación en un nivel ligeramente superior al 2% durante el horizonte de proyección considerado. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantendrá en 1,19 a lo largo del horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 0,9% superior a la media del 2003. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 4,3% de media para el 2004, hasta el 4,4% en el 2005. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo disminuirán hasta situarse en 31,8 dólares estadounidenses por barril en el 2005, desde los 34,6 estimados para el 2004. Se considera que los precios de las materias primas no energéticas aumentarán un 18% en dólares estadounidenses en el 2004 y que, a grandes rasgos, no variarán en el 2005.

ses que se adhirieron a la UE el 1 de mayo de 2004 y de las economías en transición, las proyecciones indican que el ritmo de crecimiento continuará siendo relativamente intenso. En conjunto, se proyecta que el *crecimiento del PIB real fuera de la zona del euro* aumente hasta situarse en torno al 5% tanto en el 2004 como en el 2005, desde el 4,5% registrado en el 2003.

Se parte del supuesto de que el crecimiento del comercio internacional seguirá una trayectoria en consonancia con la del PIB real mundial. El crecimiento estimado de los *mercados de exportación exteriores de la zona del euro* se incrementará desde la tasa ligeramente inferior al 6% registrada en el 2003, hasta aproximadamente el 8% en el 2004 y en el 2005.

PROYECCIONES REFERENTES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL

Las proyecciones indican que, tras el aumento registrado en el primer trimestre de este año, las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantendrán relativamente elevadas a lo largo del horizonte considerado, aunque es posible que el patrón de crecimiento intertrimestral experimente cierta volatilidad en el 2004. La tasa media de crecimiento anual del PIB real se incrementaría hasta situarse entre el 1,4% y el 2% en el 2004, y entre el 1,7% y el 2,7% en el 2005. El fortalecimiento considerado de la demanda externa de la zona del euro daría lugar a un repunte del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, a pesar de la ligera pérdida de cuota de mercado originada por la pasada apreciación del euro. Asimismo, se espera que la recuperación se generalice aún más durante el horizonte abarcado por las proyecciones, y que el crecimiento de la inversión y del consumo privado sea más intenso. No se proyecta que la contribución positiva de la inversión en existencias y de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real sea significativa.

En consonancia con la evolución cíclica normal, se proyecta que el *empleo total* se recupere lentamente en el 2004 y que vaya cobrando dinamismo en el 2005. Es previsible que la oferta de trabajo aumente a medida que la mejora de las perspectivas de empleo eleve las tasas de actividad. Las proyecciones para la oferta de trabajo y el empleo indican que la tasa de paro comenzará a disminuir a finales del horizonte temporal contemplado.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda interna del PIB, las proyecciones reflejan que el crecimiento medio anual del *consumo privado* se situará entre el 1% y el 1,4% en el 2004, tras el estancamiento experimentado durante la mayor parte del 2003, y que aumentará hasta tasas comprendidas entre el 1,4% y el 2,6% en el 2005. La evolución del gasto de consumo sería, en términos generales, acorde con la de la renta real disponible de los hogares. Se proyecta que la tasa de ahorro de los hogares se mantenga prácticamente constante durante estos dos años. Es probable que la preocupación en cuanto a la evolución de las finanzas públicas y, en especial, la relativa a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones, siga conteniendo el descenso de la tasa de ahorro en el horizonte de proyección considerado. No obstante, se espera que la confianza de los consumidores se refuerce gradualmente, a medida que la actividad económica repunte y mejoren las condiciones de los mercados de trabajo, lo cual favorecería la reducción del ahorro por motivos de precaución. Las proyecciones indican que el crecimiento de la renta real disponible de los hogares continuará siendo relativamente moderado en el 2004, como consecuencia de la debilidad del crecimiento del empleo, mientras que en el 2005 debería verse respaldado por un mayor crecimiento del empleo y por unos salarios reales más elevados, favorecidos por el descenso de la inflación. La incidencia positiva sobre la renta real disponible de los hogares de las rebajas del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales efectuadas en el 2004 se verá en gran medida contrarrestada por las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, incluidos los gastos de atención sanitaria. Por último, atendiendo a los actuales planes presupuestarios, se considera que la aportación del *consumo público* al crecimiento del PIB real disminuirá en el horizonte temporal proyectado.

La *inversión total en capital fijo* recuperó tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en el último trimestre del 2003 y, de acuerdo con las proyecciones, contribuirá a la recuperación de la demanda interna de la zona del euro en el período contemplado. La tasa de crecimiento anual estimada se incrementará hasta un valor comprendido entre el 0,7% y el 2,9% en el 2004, y entre el 1,9% y el 5,1% en el 2005. La recuperación de la inversión total sería principalmente atribuible a la *inversión privada*, propiciada por la mejora del entorno económico mundial y el bajo nivel de los tipos de interés reales. La *inversión privada en vivienda* registraría tasas de crecimiento moderadamente positivas durante el período que abarcan las proyecciones, tras el descenso experimentado durante varios años.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales, se proyecta un aumento de la tasa media de variación anual de las exportaciones comprendida entre el 3,2% y el 6% en el 2004, y entre el 5% y el 8,2% en el 2005³. Inicialmente, el crecimiento de las exportaciones a países fuera de la zona del euro se mantendría ligeramente por debajo del de los mercados de exportación de la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la pasada apreciación del euro. La tasa media de variación anual de las importaciones totales se situaría entre el 2,8% y el 6,2% en el 2004, y entre el 5% y el 8,4% en el 2005. Las proyecciones relativas a las importaciones reflejan la trayectoria del gasto total final de la zona del euro, además del efecto retardado levemente alcista de la pasada apreciación del euro.

PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES

Conforme a las proyecciones, la tasa media de variación del *Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)* se situará entre el 1,9% y el 2,3% en el 2004 y entre el 1,1% y el 2,3% en el 2005. Sobre la base de los supuestos relativos a los precios del petróleo anteriormente mencionados, se proyecta que el componente energético realice una contribución significativa de signo positivo a la inflación, medida por el IAPC, en el 2004, si bien resultará prácticamente neutra en el 2005. La subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados efectuada en los primeros meses del 2004 incrementará considerablemente el componente no energético del IAPC este año. En el 2005, la tasa de variación del componente no energético disminuiría, como reflejo de la relajación de las presiones generadas por los costes internos y del ligero aumento de los precios de importación. Por otro lado, los supuestos adoptados en materia fiscal indican que la contribución de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados sólo será modesta en el 2005.

Los precios de importación continuaron disminuyendo en el curso del 2003, debido a la apreciación del euro observada desde la primavera del 2002 y a la debilidad de las presiones inflacionistas externas. Las proyecciones señalan que los precios de importación evolucionarán de forma moderada en el 2004, ya que la repercusión retardada de la pasada apreciación del euro contrarresta los efectos del incremento de los precios del petróleo. Los precios de importación sólo se elevarían ligeramente durante el 2005.

Tomando en consideración los actuales acuerdos salariales y la leve mejora de las condiciones de los mercados de trabajo, se parte del supuesto de que el crecimiento nominal de la remuneración por asalariado no experimentará prácticamente variación durante el período temporal considerado. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo apuntan a que el crecimiento de la productividad del trabajo aumentará a lo largo del horizonte proyectado, registrando tasas cercanas a su nivel medio a largo plazo en los primeros meses del 2005. Por tanto, el crecimiento de los costes laborales unitarios se reduciría tanto en el 2004 como en el 2005, y esta reducción vendría acompañada de una moderada ampliación de los *márgenes* que, a su vez, estimularía la inversión.

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

Cuadro 11 Proyecciones macroeconómicas(tasas medias de variación anuales)¹⁾

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

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

Recuadro 7**COMPARACIÓN CON LAS PROYECCIONES DE DICIEMBRE DEL 2003**

Las proyecciones relativas al crecimiento del PIB de la zona del euro no han experimentado prácticamente variación con respecto a las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de diciembre del 2003. La pequeña corrección a la baja del intervalo proyectado para el 2005 es consecuencia de las modificaciones del patrón de crecimiento intertrimestral para el 2004, que reducen de forma mecánica la tasa media de crecimiento anual para el 2005.

La revisión al alza del límite inferior del intervalo proyectado para la tasa de variación anual del IAPC correspondiente al 2004 se explica en gran medida por la variación al alza de los supuestos sobre los precios del petróleo, más elevados tanto para el 2004 como para el 2005 (aproximadamente un 30% y un 20%, respectivamente). La incidencia de los precios del petróleo sobre las proyecciones de inflación de la zona del euro medida por el IAPC se ve, sin embargo, atenuada por diversos factores. En primer lugar, el componente de precios de los alimentos del IAPC se ha corregido a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre del 2003, ya que la duración de los efectos de las condiciones meteorológicas en el aumento de los precios de los alimentos en el 2003 fue menor de la esperada. En segundo lugar, la subida del impuesto sobre las labores del tabaco efectuada en los primeros meses del 2004 fue algo inferior a la prevista en los supuestos sobre materia fiscal que subyacen a las proyecciones de diciembre del 2003. Por último, los supuestos relativos al crecimiento nominal de la remuneración por asalariado se han revisado ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre del 2003, lo que se traduce asimismo en una pequeña corrección a la baja del crecimiento de los costes laborales unitarios para el 2004.

Comparación de las proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

	2003	2004	2005
IAPC - Junio 2004	2,1	1,9-2,3	1,1-2,3
IAPC - Diciembre 2003	2,0-2,2	1,3-2,3	1,0-2,2
PIB real - Junio 2004	0,5	1,4-2,0	1,7-2,7
PIB real - Diciembre 2003	0,2-0,6	1,1-2,1	1,9-2,9

Recuadro 8

PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES

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

Pese a los diferentes supuestos en que se basan, las previsiones realizadas por otras instituciones, de que se dispone actualmente, coinciden en señalar que se producirá una recuperación gradual de la actividad económica de la zona del euro, que se traducirá en un crecimiento medio anual del PIB ligeramente superior al 1,5% en el 2004, y entre el 2% y el 2,5% en el 2005. Las previsiones realizadas para el 2004 son muy similares, mientras que difieren para el 2005. Las previsiones de la Comisión Europea, de la OCDE y del FMI prevén un crecimiento anual del PIB del 2,3% o del 2,4% en el 2005, mientras que las de Consensus Economics Forecast y las de la encuesta a expertos en previsión macroeconómica sitúan la tasa de crecimiento anual del PIB en el 2% y el 2,1%, respectivamente.

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

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2003	2004	2005
Comisión Europea	Abr 2004	0,4	1,7	2,3
FMI	Abr 2004	0,4	1,7	2,3
OCDE	Abr 2004	0,5	1,6	2,4
<i>Consensus Economics Forecast</i>	Abr 2004	0,4	1,6	2,0
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Abr 2004	0,5	1,6	2,1

Fuentes: Previsiones macroeconómicas de primavera del 2004 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril del 2004; Economic Outlook de la OCDE nº 75; Consensus Economics Forecast y encuesta del BCE a expertos en previsión macroeconómica.

Nota: En las previsiones de la Comisión Europea figuran tasas de crecimiento anuales no corregidas por el número de días laborables, que en el 2004 se situarán en torno a un cuarto de punto porcentual por encima de las tasas de crecimiento corregidas por el número de días laborables utilizadas en las proyecciones de los expertos de Eurosistema, debido a que este año el número de días laborables es superior. En las previsiones de la OCDE figuran tasas de crecimiento anuales corregidas por el número de días laborables, mientras que las demás previsiones no especifican si los datos están corregidos por el número de días laborables.

Las previsiones señalan una reducción de la tasa de inflación anual medida por el IAPC, situándola entre el 1,7% y el 1,8% en el 2004, y en el 1,6% en el 2005, excepto la encuesta a expertos en previsión macroeconómica y las previsiones de la OCDE, que sitúan la tasa de inflación para el año próximo en el 1,8 y el 1,4%, respectivamente.

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

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	2003	2004	2005
Comisión Europea	Abr 2004	2,1	1,8	1,6
FMI	Abr 2004	2,1	1,7	1,6
OCDE	Abr 2004	2,1	1,7	1,4
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	Abr 2004	2,1	1,7	1,6
Encuesta a expertos en previsión macroeconómica	Abr 2004	2,1	1,8	1,8

Fuentes: Previsiones económicas de primavera del 2004 de la Comisión Europea; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, abril del 2004; Economic Outlook de la OCDE nº75; Consensus Economics Forecast y encuesta del BCE a expertos en previsión macroeconómica.

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

7.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro se fortaleció en términos efectivos nominales en el transcurso de mayo y a principios de junio. Esta evolución fue reflejo, básicamente, de su apreciación frente al dólar estadounidense y al yen japonés, que sólo en parte se vio compensada por su depreciación frente a la libra esterlina y al franco suizo. Por otra parte, el aspecto más destacado de los mercados de divisas durante el mes de mayo fue la depreciación bastante generalizada que sufrió el yen japonés. En cuanto a las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE —cuya evolución recogerá este Boletín Mensual a partir de la presente entrega—, el hecho más notable fue la depreciación del euro frente a la corona checa y al zloty polaco.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

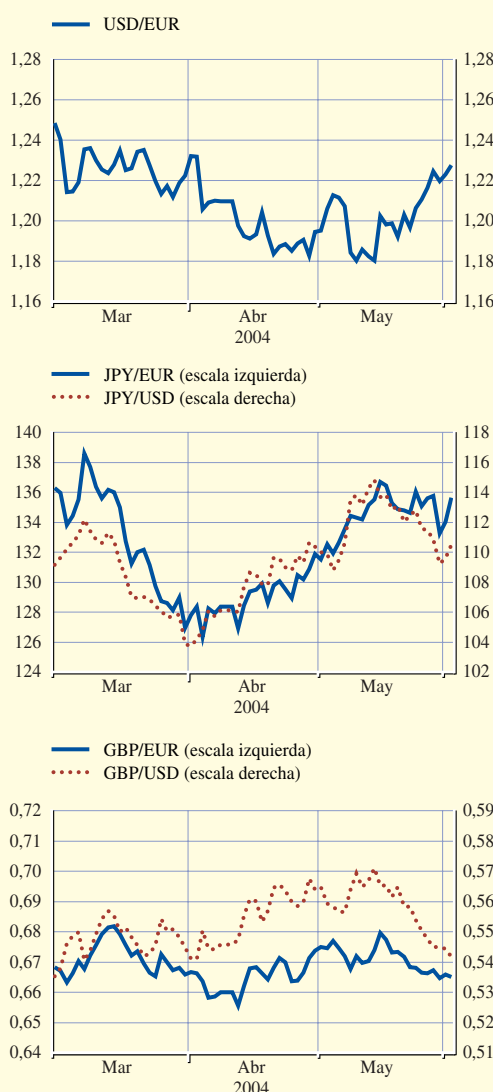
La cotización del euro frente al dólar estadounidense se vio sometida a unas oscilaciones relativamente amplias a lo largo de mayo y comienzos de junio, como resultado, en gran medida, de la publicación de datos de naturaleza dispar sobre la actividad económica en Estados Unidos y de una mayor incertidumbre geopolítica (véase gráfico 38). El euro se apreció inicialmente frente a la moneda estadounidense, pese a las noticias positivas sobre la situación económica en Estados Unidos, para luego depreciarse de forma bastante acusada en la segunda semana de mayo. Este fortalecimiento transitorio del dólar pareció guardar relación con unos datos del mercado de trabajo en Estados Unidos mejores de lo esperado y con el consiguiente aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en ese país. Sin embargo, en la segunda quincena de mayo y a principios de junio, tras la publicación de datos estadounidenses indicativos de un nuevo incremento del déficit de la balanza por cuenta corriente en marzo y de un clima de confianza de hogares y empresas menos favorable de lo previsto, la moneda única recuperó con creces sus pérdidas anteriores. El 2 de junio, el euro cotizaba a 1,23 dólares, esto es, un 2,8% más que a finales de abril y un 8,5% por encima de la media del año 2003.

YEN JAPONÉS/EURO

El yen japonés se depreció frente al euro durante la primera quincena de mayo, para recuperar luego parte de esas pérdidas en la segunda mitad del mes y a comienzos de junio (véase gráfico 38). En un entorno caracterizado por la publicación de datos indicativos de unas fuertes entradas de capital en Japón durante el primer trimestre del 2004 y por la pronunciada caída de los precios de la renta variable nipona en las dos primeras semanas de mayo, las presiones bajistas sobre el

Gráfico 38 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

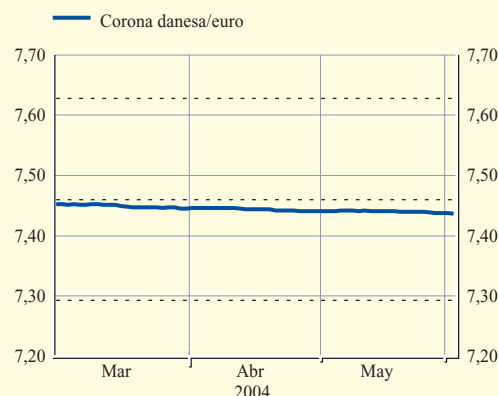
yen podrían haber guardado relación con reajustes en las carteras de los inversores internacionales. Asimismo, la preocupación por el efecto de los crecientes costes de la energía sobre la actividad económica japonesa parece haber afectado negativamente a la divisa nipona en la primera quincena de mayo. Sin embargo, a medida que transcurría el mes y a comienzos de junio, la publicación de datos económicos alentadores relativos al gasto de los hogares y a la producción industrial en Japón, así como una recuperación parcial del mercado bursátil, influyeron positivamente en el yen. El 2 de junio, el euro cotizaba a 135,6 yenes, es decir, un 2,9% más que a finales de abril y un 3,6% por encima de la media del año 2003.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho, próximo a su paridad central (véase gráfico 39).

Gráfico 39 Evolución de los tipos de cambio en el Mecanismo de Tipos de Cambio II

(datos diarios)



Fuente: BCE.

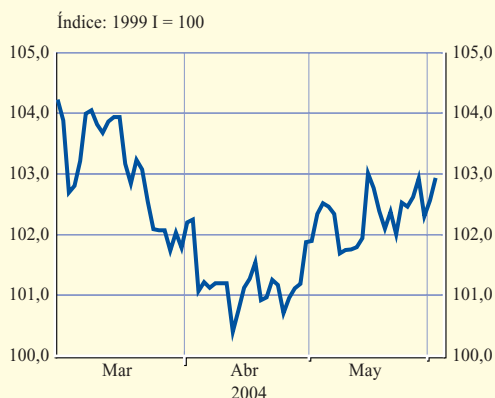
Nota: Las líneas horizontales indican la paridad central (corona danesa, 7,46) y las bandas de fluctuación ($\pm 2,25\%$ para la corona danesa).

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció frente a la libra esterlina a comienzos de mayo, para después apreciarse de forma bastante acusada a mediados de mes, dadas las noticias de contracción de la producción industrial en el Reino Unido (véase gráfico 38). Con posterioridad, el euro perdió sus ganancias previas ante los indicios de continuidad de la pujanza de la recuperación económica del Reino Unido. La decisión adoptada el 6 de mayo por el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra de elevar su tipo repo en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%, estaba en buena medida descontada y no pareció tener efectos apreciables en los mercados de divisas. El 2 de junio, el euro cotizaba a 0,67 libras esterlinas, es decir, un 1,3% menos que a finales de abril y un 3,9% por debajo de la media del año 2003. Por otra parte, la cotización del euro frente a la corona sueca fluctuó en mayo dentro de un intervalo bastante estrecho, situado entre 9,1 y 9,2 coronas por euro.

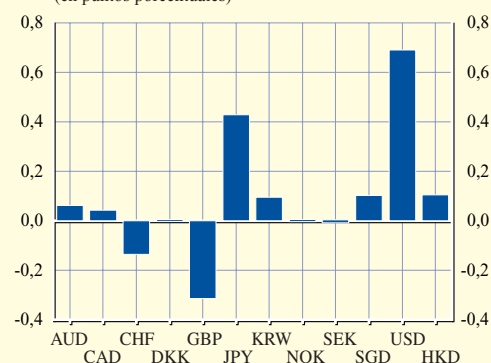
En cuanto a las monedas de los nuevos Estados miembros de la UE —cuya evolución recogerá este *Boletín Mensual* a partir de la actual entrega—, el hecho más destacado fue la depreciación del euro frente a la corona checa y al zloty polaco. Desde finales de abril, el euro se ha depreciado un 3,3% frente a la corona checa, una tendencia aparentemente relacionada con las expectativas existentes en el mercado acerca de una futura subida del rendimiento de los activos checos. La decisión adoptada el 27 de mayo por el Česká Národní Banka de no modificar los tipos de interés careció de impacto reseñable sobre los tipos de cambio. Asimismo, el euro se ha depreciado un 3,1% frente al zloty polaco desde finales de abril, a la vista de datos indicativos de unas perspectivas económicas bastante favorables y pese a las incertidumbres políticas existentes. Al igual que en el caso checo, la decisión adoptada el 26 de mayo por el Narodowy Bank Polski de mantener sin cambios los tipos de interés no afectó aparentemente a los mercados de divisas. El euro también se depreció frente a la corona eslovaca, en un 1,4%. En cambio, la moneda europea se apreció un 1,3% frente al lats letón, manteniéndose, en general, estable frente al forint húngaro, el tolar esloveno, la libra chipriota y la lira maltesa. La cotización del euro no experimentó variaciones frente a la corona estonia y al litas lituano, dado el funcionamiento en ambos países de un sistema de *currency board* frente a la moneda única.

Gráfico 40 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
30 abr 2004 a 2 jun 2004
(en puntos porcentuales)

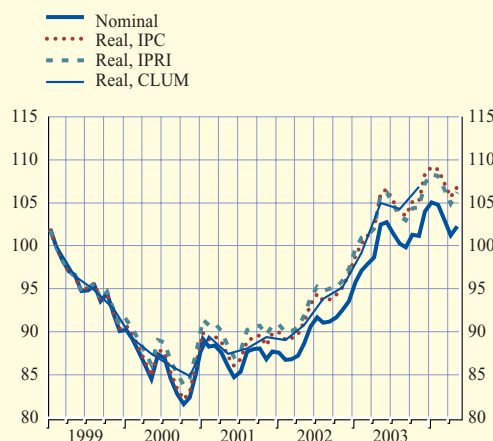


Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de los 12 socios comerciales más importantes.
2) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 socios comerciales más importantes.

Gráfico 41 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a mayo del 2004. En el caso de los TCE reales, basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden al cuarto trimestre del 2003.

OTRAS MONEDAS

Por lo que respecta a otras monedas, el euro se depreció un 1,5% frente al franco suizo, al tiempo que se mantenía básicamente estable frente a la corona noruega. Otro hecho destacable fue la apreciación del euro en un 5,6% frente al dólar australiano.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 2 de junio, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales —medido frente a las monedas de doce de los principales socios comerciales de la zona del euro— con una apreciación del 1% frente al nivel registrado a finales de abril y del 2,7% por

encima de la cotización media del año 2003 (véase gráfico 40). El moderado fortalecimiento del euro en términos efectivos obedeció, fundamentalmente, a su apreciación frente al yen japonés y al dólar estadounidense, que sólo se vio en parte compensada por su debilitamiento frente a la libra esterlina y al franco suizo. El nivel alcanzado en mayo del 2004 por el índice de tipo de cambio efectivo nominal fue ligeramente inferior al registrado en enero de 1999.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro —basados en la evolución del IPC, el IPRI y los CLUM— han seguido en los últimos cinco años tendencias muy similares a la del índice nominal (véase gráfico 41). Según los indicadores disponibles, tras la fuerte apreciación en términos efectivos reales de los dos últimos años, la divisa europea se ha depreciado desde inicios del presente año en esos mismos términos, reforzando de nuevo, en cierta medida, la competitividad vía precios de las empresas de la zona del euro. Sin embargo, es probable que este proceso se haya detenido, al menos temporalmente, en mayo del 2004, tras el impacto de la apreciación efectiva nominal de la moneda única.

7.2 BALANZA DE PAGOS

En el primer trimestre del 2004, las exportaciones de bienes en términos nominales de la zona del euro aumentaron más de un 3% frente a las contabilizadas durante el trimestre precedente, confirmando que la recuperación de las exportaciones observada en el segundo semestre del 2003 mantiene su curso, impulsada por una fuerte demanda exterior. Durante el mismo período, las importaciones de bienes en términos nominales crecieron muy levemente, dando como resultado un mayor superávit de la balanza de bienes. Aun cuando el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro fue inferior en marzo del 2004 al registrado un año antes, en la segunda parte de este periodo de doce meses, esta magnitud ha mostrado una tendencia al alza, básicamente como consecuencia de un aumento del superávit de la balanza de bienes. En la cuenta financiera, según las cifras acumuladas de doce meses hasta marzo del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas salidas netas como resultado de los flujos netos de salida contabilizados en inversiones directas, así como en inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un superávit de 5,1 mm de euros en marzo del 2004 (que corresponde a 12,4 mm de euros con datos sin desestacionalizar). Esta evolución obedeció a los superávit contabilizados en las balanzas de bienes y, en menor medida, de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»). En comparación con los datos revisados de febrero del 2004, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se mantuvo prácticamente sin cambios en el mes de marzo, como resultado de un aumento del superávit de la balanza de bienes y de una reducción del déficit de la balanza de transferencias corrientes, que quedaron compensados por un déficit más elevado de la balanza de rentas y por un superávit más modesto de la balanza de servicios.

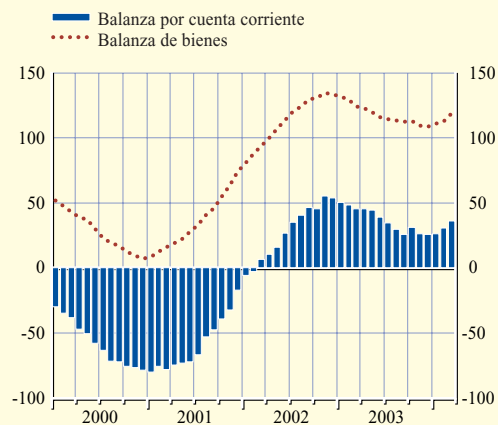
En términos de datos trimestrales, la recuperación de las exportaciones de bienes dirigidas hacia el exterior de la zona del euro registrada durante el segundo semestre del 2003 continuó en el primer semestre del año en curso. Las exportaciones de bienes en términos nominales se elevaron un 3,1% frente a las contabilizadas en el trimestre anterior, como reflejo de

la vigorosa demanda exterior y de un cierto debilitamiento de los efectos retardados de la pasada depreciación del euro. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes en términos nominales crecieron de forma muy leve en ese mismo período, dando como resultado un incremento del superávit de la balanza de bienes por importe de 7,6 mm de euros. En conjunto, el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se redujo ligeramente en el primer trimestre del presente año, dado que el mayor superávit de la balanza de bienes quedó ampliamente compensado por una disminución del superávit de la balanza de servicios y por los aumentos de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona

Gráfico 42 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

del euro hasta marzo del 2004 se situó en 36 mm de euros, es decir, en torno a un 0,5% del PIB, en comparación con los 45,6 mm de euros contabilizados un año antes. Esta evolución obedeció, principalmente, a una caída de los superávits de las balanzas de bienes (como reflejo de unas exportaciones más reducidas) y de servicios. El incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes se vio compensado, casi por completo, por la disminución del déficit de la balanza de rentas. No obstante, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada ha mostrado más recientemente una tendencia al alza, debido, básicamente, a la mejora del superávit de la balanza de bienes (véase gráfico 42). Esta tendencia viene reflejando, en particular, el intenso crecimiento de las exportaciones registrado desde mediados del 2003, especialmente como consecuencia de la recuperación de la demanda exterior en ese mismo período. Al mismo tiempo, el flujo acumulado de doce meses de las importaciones de bienes sólo ha crecido de forma moderada desde finales del pasado año.

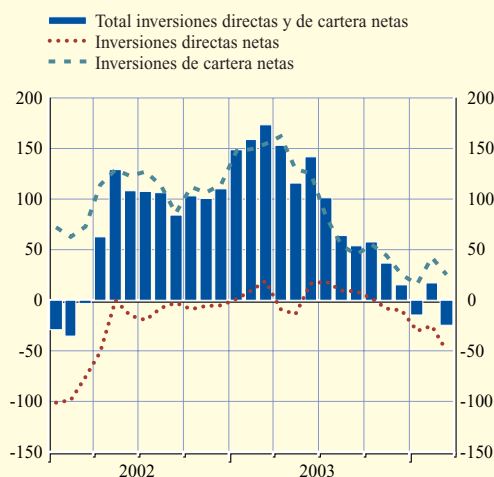
CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro arrojó unas salidas netas por importe de 23,9 mm de euros en marzo del 2004. Esta evolución fue reflejo de los flujos netos de salida contabilizados tanto en inversiones directas (22,6 mm de euros) como en inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones (6,1 mm de euros), que sólo se vieron compensadas, en parte, por las entradas netas registradas en la rúbrica de valores distintos de acciones (4,8 mm de euros). La evolución de las inversiones directas vino determinada por las salidas netas tanto en la rúbrica de «acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos» como en la de «otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)». Las modestas salidas netas registradas en inversiones de cartera fueron el resultado de los flujos netos de salida observados tanto en acciones y participaciones como en bonos y obligaciones, que compensaron sobradamente las entradas netas en instrumentos del mercado monetario. En concreto, la evolución de esta última rúbrica se caracterizó por las ventas netas de valores extranjeros realizadas por los residentes en la zona del euro.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de doce meses hasta marzo del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas salidas netas acumuladas de 24,7 mm de euros, frente a las entradas netas de 173,5 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta evolución fue, principalmente, consecuencia de un acusado descenso de las entradas netas en inversiones de cartera y, en menor medida, de un cambio en las inversiones directas, desde los flujos netos de entrada contabilizados hace un año a las salidas netas registradas en el presente ejercicio (véase gráfico 43). La disminución de las entradas netas en inversiones de cartera fue gradual, si bien parece haberse acelerado durante el segundo semestre del 2003. Gran parte de esta reducción ha guardado relación con la evolución de las rúbricas de instrumentos del mercado monetario y de acciones y participaciones. En términos acumulados de doce meses, los instrumentos del mercado monetario registraron unas salidas netas (de 30,3 mm de euros) en marzo del 2004, fundamentalmente como resultado del pronunciado descenso observado en las adquisiciones netas de valores de la zona del euro por parte de no residentes, en comparación con las en-

Gráfico 43 Flujos de inversiones directas y de cartera netas

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

tradas netas (de 51,3 mm de euros) registradas un año antes. Durante el mismo período, las entradas netas de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones disminuyeron a consecuencia del fuerte crecimiento de las adquisiciones de esta clase de valores en el exterior por parte de los residentes en la zona del euro (desde valores próximos al equilibrio hasta una cifra de 106,6 mm de euros).

La dinámica de las inversiones de cartera podría guardar relación con la consolidación y generalización de unas favorables perspectivas económicas internacionales a partir del segundo semestre del 2003. La mayor rentabilidad de las empresas y los reducidos niveles de los tipos de interés parecen haber fomentado una menor aversión al riesgo de los inversores. Los residentes en la zona del euro han incrementado sus inversiones de cartera en el exterior, materializadas en acciones y participaciones y en bonos y obligaciones, mientras que los inversores extranjeros han reducido sus tenencias de valores a corto plazo de la zona del euro, al tiempo que aumentaban sus compras de acciones y participaciones y, en menor medida, de instrumentos a más largo plazo (bonos y obligaciones) de la zona del euro.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S31
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por plazo a la emisión y sector emisor	S32
4.3	Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S34
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S38
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S40
4.7	Rendimientos de la deuda pública	S41
4.8	Índices bursátiles	S42

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S43
5.2	Producto y demanda	S46
5.3	Mercado de trabajo	S50

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	S51
6.2	Deuda	S52
6.3	Variaciones de la deuda	S53
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Balanza de pagos	S54
7.2	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S60
7.3	Comercio exterior de bienes	S61
7.4	Posición de inversión internacional	S63
7.5	Reservas internacionales	S65
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivo	S66
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S67
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S68
9.2	En Estados Unidos y Japón	S69
	LISTA DE GRÁFICOS	S71
	NOTAS TÉCNICAS	S73
	NOTAS GENERALES	S77

NOVEDADES

Por primera vez, se dispone de datos mensuales para la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, que figura en la sección 7.2. Para más información sobre esta presentación, véanse las Notas Generales y el recuadro 1 de la página 14 del *Boletín Mensual* del BCE de junio del 2003.

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,0	3,32	4,92
2003	10,9	8,0	8,0	-	4,9	20,3	2,33	4,16
2003 II	11,3	8,3	8,5	-	4,6	20,3	2,37	3,96
III	11,4	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
IV	11,0	7,9	7,6	-	5,3	21,6	2,15	4,36
2004 I	11,0	7,2	6,5	-	5,5	16,3	2,06	4,15
2003 Dic	10,6	7,6	7,1	7,0	5,5	19,2	2,15	4,36
2004 Ene	11,3	7,5	6,6	6,6	5,5	16,9	2,09	4,26
Feb	10,6	6,9	6,3	6,4	5,5	15,9	2,07	4,18
Mar	11,4	6,9	6,3	6,1	5,5	13,1	2,03	4,02
Abr	10,9	6,4	5,6	.	5,6	.	2,05	4,24
May	.	.	.	.	.	.	2,09	4,39

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipo de cambio efectivo del euro: grupo estrecho (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)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	39,3	107,7	-9,9	25,3	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 II	-5,0	24,2	2,7	62,0	326,1	101,0	104,7	1,1372
III	14,3	36,8	-19,1	-59,1	332,9	100,2	103,9	1,1248
IV	25,8	29,9	-6,4	18,2	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 I	16,7	28,4	-27,2	4,2	308,4	103,9	108,2	1,2497
2003 Dic	11,5	8,3	-0,9	-24,9	306,5	103,7	108,1	1,2286
2004 Ene	-4,1	4,2	-11,9	-14,9	309,7	104,7	108,9	1,2613
Feb	7,7	9,4	7,3	20,4	298,5	104,4	108,6	1,2646
Mar	13,1	14,7	-22,6	-1,3	308,4	102,8	107,1	1,2262
Abr	.	.	.	.	302,8	100,9	105,4	1,1985
May	.	.	.	.	.	102,0	106,6	1,2007

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

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2004 7 May	2004 14 May	2004 21 May	2004 28 May
Oro y derechos en oro	136.528	136.160	136.160	136.160
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	175.010	174.198	174.441	172.979
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.385	17.273	17.206	16.675
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.109	7.406	7.364	7.399
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	286.132	282.000	298.622	308.166
Operaciones principales de financiación	210.999	206.998	223.501	232.499
Operaciones de financiación a plazo más largo	75.001	75.001	75.001	75.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	121	1	120	643
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	11	0	0	24
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	1.082	635	694	912
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	71.832	72.482	73.552	72.833
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.560	42.554	42.554	42.557
Otros activos	108.576	109.338	109.399	109.569
Total activo	846.214	842.046	859.992	867.250

2. Pasivo

	2004 7 May	2004 14 May	2004 21 May	2004 28 May
Billetes en circulación	439.757	440.134	441.096	443.656
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	136.807	136.660	137.361	138.725
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	136.743	136.612	137.289	135.962
Facilidad de depósito	60	43	66	2.758
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	4	5	6	5
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	301	301	301	302
Certificados de deuda emitidos	1.054	1.054	1.054	1.054
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	46.077	43.309	58.330	64.046
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	8.204	8.090	7.974	8.007
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	302	299	302	320
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.241	10.170	10.234	8.192
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM	5.924	5.924	5.924	5.924
Otros pasivos	56.569	56.125	57.340	56.631
Cuentas de revalorización	80.604	80.604	80.604	80.604
Capital y reservas	59.374	59.376	59.472	59.789
Total pasivo	846.214	842.046	859.992	867.250

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo ³⁾

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2004 4 Feb	112.763	276	76.000	2,00	2,01	2,02	14
11	147.492	313	137.000	2,00	2,00	2,01	12
18	104.015	285	83.000	2,00	2,00	2,01	14
23	135.659	268	135.659	2,00	2,00	2,00	16
3 Mar	100.586	253	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	267	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	330	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	333	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	335	218.000	2,00	2,00	2,01	7
7 Abr	255.399	317	218.500	2,00	2,00	2,01	7
14	265.103	341	205.500	2,00	2,00	2,01	7
21	267.511	371	211.000	2,00	2,00	2,01	7
28	270.499	366	220.000	2,00	2,00	2,01	7
5 May	267.916	349	211.000	2,00	2,00	2,01	7
12	273.449	344	207.000	2,00	2,00	2,01	7
19	275.403	371	223.500	2,00	2,00	2,01	7
26	280.155	371	232.500	2,00	2,00	2,01	7
2 Jun	269.747	337	236.000	2,00	2,00	2,01	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2003 29 May	30.218	120	15.000	-	2,25	2,27	91
26 Jun	28.694	124	15.000	-	2,11	2,12	91
31 Jul	25.416	134	15.000	-	2,08	2,10	91
28 Ago	35.940	143	15.000	-	2,12	2,13	91
25 Sep	28.436	106	15.000	-	2,10	2,12	84
30 Oct	32.384	150	15.000	-	2,13	2,14	91
27 Nov	25.402	128	15.000	-	2,12	2,13	91
18 Dic	24.988	114	15.000	-	2,12	2,14	105
2004 29 Ene	47.117	145	25.000	-	2,03	2,04	91
26 Feb	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 Abr	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91
27 May	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91

2. Otras operaciones de subasta

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

Fuente: BCE.

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

2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (split tender operations), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase cuadro 1.3.2.

3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.

4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, al tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se le aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo a más de 2 años y disponibles con preaviso)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2001	10.910,1	6.226,1	389,7	1.315,2	605,1	2.374,0
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003 I	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5
II	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9
III	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3
2003 Oct	11.497,0	6.194,8	420,2	1.445,3	814,0	2.622,7
Nov	11.559,6	6.241,2	423,0	1.451,5	813,2	2.630,7
Dic	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 Ene	11.691,2	6.328,2	428,0	1.461,4	825,3	2.648,3
Feb	11.775,2	6.315,9	431,3	1.470,0	882,0	2.676,0
Mar	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2001	126,4	127,4	1,0	0,0	3,30
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003 I	128,9	129,6	0,7	0,0	2,67
II	131,2	131,9	0,6	0,0	2,34
III	131,3	132,0	0,6	0,0	2,07
IV	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 23 Ene	132,8	133,6	0,9	0,0	2,02
9 Mar	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
6 Abr	134,6	135,3	0,7	0,0	2,00
11 May	134,4	135,0	0,6	0,0	2,00
8 Jun	136,4	.	.	.	.

3. Liquidez

Periodo 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)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
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 I	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
II	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
III	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
IV	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 23 Ene	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4
9 Mar	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
6 Abr	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0
11 May	310,7	213,2	75,0	0,1	0,0	0,1	0,4	436,4	46,0	-18,9	135,0	571,5

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,5	86,0	0,8	7,6	-	13,2	374,1	11,9	132,9
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,5	121,5	1,2	10,8	-	12,8	318,0	12,4	138,8
2004 Ene	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,3	123,9	1,3	11,2	-	12,9	321,7	13,0	136,3
Feb	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	140,4	127,1	1,3	11,9	-	13,1	309,1	13,9	140,4
Mar	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,3	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,8	14,0	143,9
Abr ^(p)	1.130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	145,8	131,4	1,6	12,7	-	13,3	314,7	13,9	149,4
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	19.795,6	12.106,4	819,0	7.093,8	4.193,6	2.947,5	1.246,0	425,6	1.275,9	67,3	894,9	2.567,0	162,1	1.050,4
2004 Ene	20.038,4	12.130,0	816,8	7.108,9	4.204,3	2.992,3	1.271,4	425,0	1.295,9	76,2	909,6	2.694,6	159,3	1.076,4
Feb	20.161,7	12.155,5	808,2	7.140,9	4.206,5	3.038,6	1.292,7	430,5	1.315,4	77,3	908,1	2.724,1	159,5	1.098,4
Mar	20.423,1	12.227,9	823,1	7.171,7	4.233,1	3.080,5	1.304,1	431,6	1.344,8	77,8	928,2	2.829,8	160,0	1.118,9
Abr ^(p)	20.718,2	12.395,6	817,2	7.227,9	4.350,5	3.102,0	1.312,9	435,1	1.354,0	80,9	955,1	2.914,1	160,6	1.109,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participac. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM	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 Ene	1.090,0	430,0	345,9	42,7	15,5	287,6	-	1,6	140,8	29,4	142,2
Feb	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,3	24,3	140,2
Mar	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
Abr ^(p)	1.130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,6	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.795,6	0,0	10.769,0	132,3	6.274,1	4.362,6	649,1	3.158,8	1.151,1	2.609,6	1.457,9
2004 Ene	20.038,4	0,0	10.764,5	131,3	6.267,7	4.365,5	667,8	3.206,0	1.153,7	2.720,1	1.526,3
Feb	20.161,7	0,0	10.810,2	144,1	6.286,1	4.380,0	676,5	3.234,9	1.153,8	2.741,0	1.545,4
Mar	20.423,1	0,0	10.857,9	140,7	6.307,8	4.409,4	678,3	3.303,8	1.160,3	2.836,5	1.586,4
Abr ^(p)	20.718,2	0,0	11.009,1	136,0	6.350,7	4.522,4	690,1	3.338,9	1.166,6	2.913,8	1.599,7

Fuente: BCE.

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

2) 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 ¹⁾	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	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003	14.550,0	7.936,1	841,7	7.094,4	1.794,3	1.367,4	426,9	623,6	2.885,0	174,5	1.136,5
2004 Ene	14.763,8	7.949,0	839,4	7.109,6	1.821,6	1.395,3	426,3	632,9	3.016,3	172,3	1.171,8
Feb	14.862,8	7.972,3	830,8	7.141,5	1.851,7	1.419,9	431,8	633,3	3.033,2	173,4	1.198,8
Mar	15.080,1	8.018,2	845,7	7.172,5	1.866,0	1.433,0	433,0	649,0	3.150,5	174,0	1.222,4
Abr ^(p)	15.243,3	8.068,3	839,8	7.228,6	1.881,1	1.444,3	436,7	672,1	3.228,9	174,6	1.218,4
Operaciones											
2002	601,1	299,2	-9,4	308,6	75,8	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003	796,5	385,4	13,6	371,8	171,9	117,4	54,5	21,7	227,7	-3,5	-6,8
2004 Ene	180,9	23,0	-2,4	25,4	15,5	17,4	-1,9	7,6	111,4	-2,4	25,8
Feb	101,7	28,1	-8,5	36,6	26,8	22,2	4,6	1,6	22,8	1,2	21,2
Mar	171,2	44,7	16,1	28,7	13,4	12,7	0,7	15,8	76,3	0,5	20,4
Abr ^(p)	155,6	46,4	-7,1	53,5	18,8	14,5	4,3	22,2	72,4	0,6	-5,8

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 ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003	14.550,0	397,9	153,6	6.290,9	581,8	1.873,7	1.010,8	2.637,2	1.597,3	6,8
2004 Ene	14.763,8	389,1	174,1	6.283,2	591,6	1.900,5	1.004,8	2.749,6	1.668,5	2,5
Feb	14.862,8	393,5	193,0	6.302,7	599,2	1.909,3	1.008,0	2.765,3	1.685,7	6,3
Mar	15.080,1	399,5	183,9	6.323,5	600,5	1.947,7	1.023,5	2.860,1	1.731,7	9,8
Abr ^(p)	15.243,3	409,3	179,6	6.367,5	609,2	1.973,8	1.019,7	2.938,9	1.745,9	-0,6
Operaciones										
2002	601,1	101,4	-5,8	222,0	70,0	104,5	39,1	75,9	-92,6	86,5
2003	796,5	79,0	12,9	315,7	57,8	131,9	35,7	132,4	-27,4	58,5
2004 Ene	180,9	-8,8	20,5	-9,2	9,2	22,6	-3,9	86,0	72,8	-8,4
Feb	101,7	4,3	18,9	20,2	7,5	9,6	2,2	15,5	17,7	5,8
Mar	171,2	6,0	-9,1	17,6	3,3	29,2	6,5	74,2	45,7	-2,0
Abr ^(p)	155,6	9,8	-4,2	42,6	8,5	23,3	2,4	63,3	25,2	-15,3

Fuente: BCE.

- 1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN se han sustituido por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos a fin de mes de TARGET correspondientes a los años 1999 y 2000 (enero a octubre), véase la nota correspondiente en el Boletín Mensual del BCE de febrero y de diciembre del 2000.
- 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».

2.3 Estadísticas monetarias

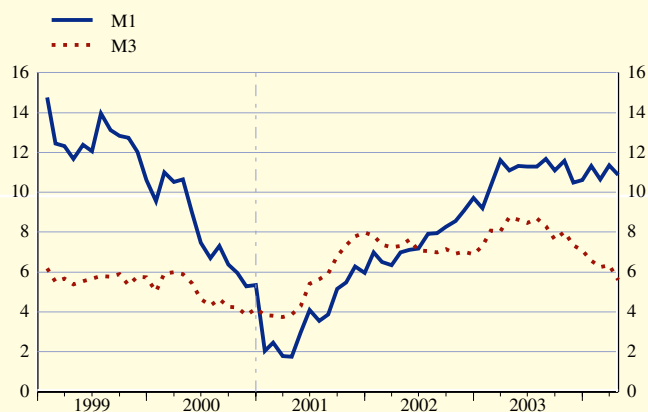
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

					M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾	
			M2	M3-M2						Préstamos		
	M1	M2-M1			1	2	3	4			5	6
	Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,5	4.917,2	852,9	5.770,1	-	3.989,2	2.071,8	7.723,2	6.778,9	184,4	
2003	2.679,1	2.555,2	5.234,3	907,6	6.142,0	-	4.140,8	2.225,3	8.147,6	7.092,9	220,7	
2004 Ene	2.711,6	2.553,0	5.264,5	899,0	6.163,5	-	4.161,2	2.235,8	8.174,7	7.114,8	268,2	
Feb	2.723,3	2.557,9	5.281,2	912,2	6.193,4	-	4.184,6	2.246,3	8.215,2	7.153,6	277,2	
Mar	2.770,7	2.551,6	5.322,3	891,8	6.214,1	-	4.239,4	2.263,5	8.240,2	7.166,6	315,8	
Abr ^(p)	2.783,6	2.555,2	5.338,7	914,5	6.253,2	-	4.277,0	2.277,5	8.296,6	7.209,0	330,8	
	Operaciones											
2002	215,9	89,2	305,1	67,8	372,9	-	187,7	37,4	346,4	311,9	167,7	
2003	258,4	114,8	373,2	33,2	406,4	-	234,5	133,3	448,4	372,7	96,3	
2004 Ene	32,0	-3,8	28,2	-6,4	21,8	-	16,2	-0,2	34,3	32,1	54,0	
Feb	12,9	4,4	17,3	14,1	31,3	-	22,3	8,2	45,4	43,5	15,2	
Mar	46,0	-7,8	38,2	-18,7	19,5	-	36,3	18,0	22,3	10,7	18,2	
Abr ^(p)	12,0	3,3	15,4	22,7	38,1	-	40,6	16,0	53,6	39,8	24,5	
	Tasas de crecimiento											
2002 Dic	9,7	3,7	6,6	8,6	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	167,7	
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	3,9	7,1	7,0	5,9	6,4	5,8	5,5	96,3	
2004 Ene	11,3	3,8	7,5	1,3	6,6	6,6	5,9	5,8	5,8	5,5	112,4	
Feb	10,6	3,2	6,9	2,5	6,3	6,4	6,1	5,7	5,9	5,5	110,1	
Mar	11,4	2,4	6,9	3,2	6,3	6,1	6,9	6,7	5,9	5,5	97,2	
Abr ^(p)	10,9	1,8	6,4	1,4	5,6	.	7,4	6,3	6,0	5,6	109,4	

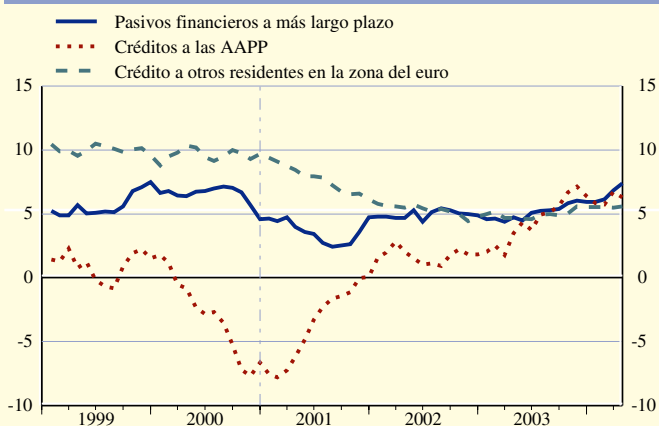
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanuales; 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.

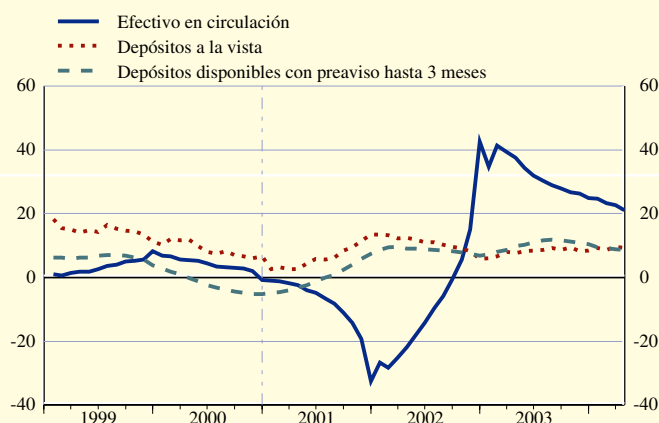
2.3 Estadísticas monetarias

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

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

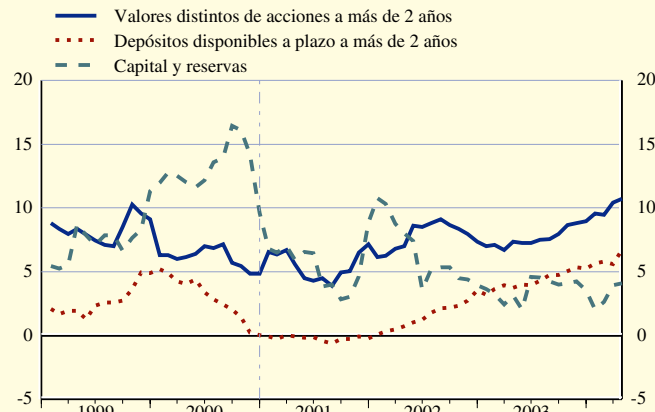
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.398,5	239,4	485,9	127,7	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.291,6	1.039,1	1.516,1	220,4	599,5	87,7	1.790,4	90,6	1.251,0	1.008,8
2004 Ene	395,0	2.316,5	1.032,2	1.520,7	212,9	595,1	91,0	1.814,4	90,3	1.256,4	1.000,1
Feb	399,0	2.324,3	1.020,6	1.537,3	226,8	594,2	91,2	1.821,5	90,1	1.264,2	1.008,9
Mar	406,1	2.364,7	1.003,3	1.548,3	204,8	597,6	89,3	1.857,2	90,1	1.267,9	1.024,2
Abr ^(p)	409,5	2.374,1	995,8	1.559,4	219,8	598,4	96,3	1.879,2	90,0	1.283,4	1.024,3
Operaciones											
2002	99,3	116,7	-1,1	90,3	10,2	70,8	-13,2	117,9	-10,0	41,0	38,8
2003	77,8	180,6	-28,7	143,6	-9,7	59,8	-17,0	149,8	-13,2	62,5	35,3
2004 Ene	7,5	24,5	-8,3	4,5	-6,5	-5,1	5,1	18,1	-0,3	5,0	-6,6
Feb	3,9	9,0	-12,2	16,6	13,9	-0,9	1,1	7,0	-0,2	7,8	7,7
Mar	7,1	38,9	-18,7	10,9	-22,0	5,3	-2,0	26,5	0,0	3,4	6,3
Abr ^(p)	3,4	8,6	-7,7	11,1	15,0	0,6	7,1	19,1	-0,1	15,3	6,4
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,4	17,1	-9,5	7,3	-8,8	3,5	3,9
2003 Dic	24,9	8,5	-2,7	10,4	-4,3	11,4	-16,8	9,0	-12,7	5,3	3,6
2004 Ene	24,8	9,3	-3,6	9,5	-7,7	8,8	-16,6	9,6	-11,9	5,7	2,1
Feb	23,3	8,7	-4,7	9,3	-1,3	7,8	-15,3	9,5	-11,2	5,8	2,6
Mar	22,7	9,6	-6,2	8,9	-2,5	7,6	-8,4	10,4	-9,9	5,6	4,0
Abr ^(p)	21,1	9,3	-7,3	8,6	-1,3	6,9	-17,8	10,7	-8,6	6,7	4,1

C3 Componentes de los agregados monetarios (tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo (tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

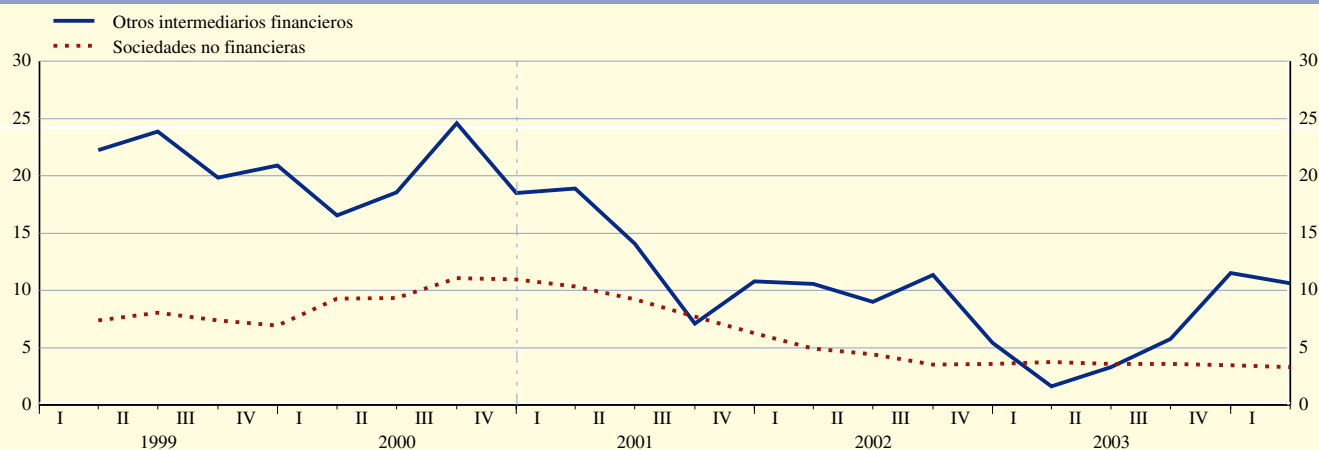
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total		Total		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Hasta 1 año		Hasta 1 año					
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2002	33,0	19,7	455,2	289,3	2.965,6	980,1	514,8	1.470,6
2003	35,6	22,1	506,7	317,2	3.030,8	959,1	524,7	1.547,1
2004 Ene	47,5	34,2	497,5	306,1	3.038,0	959,6	528,4	1.550,0
Feb	47,0	33,2	513,8	318,6	3.040,7	954,7	529,2	1.556,7
Mar	46,3	32,1	508,0	306,6	3.051,7	957,2	524,7	1.569,8
Abr ^(p)	51,3	37,6	512,3	314,9	3.075,2	962,9	529,3	1.583,0
Operaciones								
2002	-4,0	-7,3	23,6	16,2	104,0	-24,5	32,0	96,6
2003	4,5	2,5	53,2	25,4	101,7	-7,8	15,4	94,2
2004 Ene	11,9	12,1	-2,7	-4,2	8,9	1,8	3,8	3,4
Feb	-0,6	-1,0	16,0	13,8	5,5	-4,2	1,2	8,5
Mar	-0,7	-1,1	-7,2	-12,5	10,0	2,4	-0,1	7,6
Abr ^(p)	5,0	5,5	6,0	9,0	21,3	4,8	4,6	11,9
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,2	-26,4	5,4	5,9	3,6	-2,4	6,5	6,9
2003 Dic	12,9	12,7	11,5	8,5	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 Ene	12,6	15,6	12,4	10,7	3,3	-3,1	5,2	7,0
Feb	6,7	5,4	14,9	13,6	3,2	-3,2	4,6	7,1
Mar	9,5	7,0	10,6	5,7	3,3	-2,1	3,7	6,7
Abr ^(p)	10,9	12,0	9,4	6,3	3,5	-1,8	4,2	6,9

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

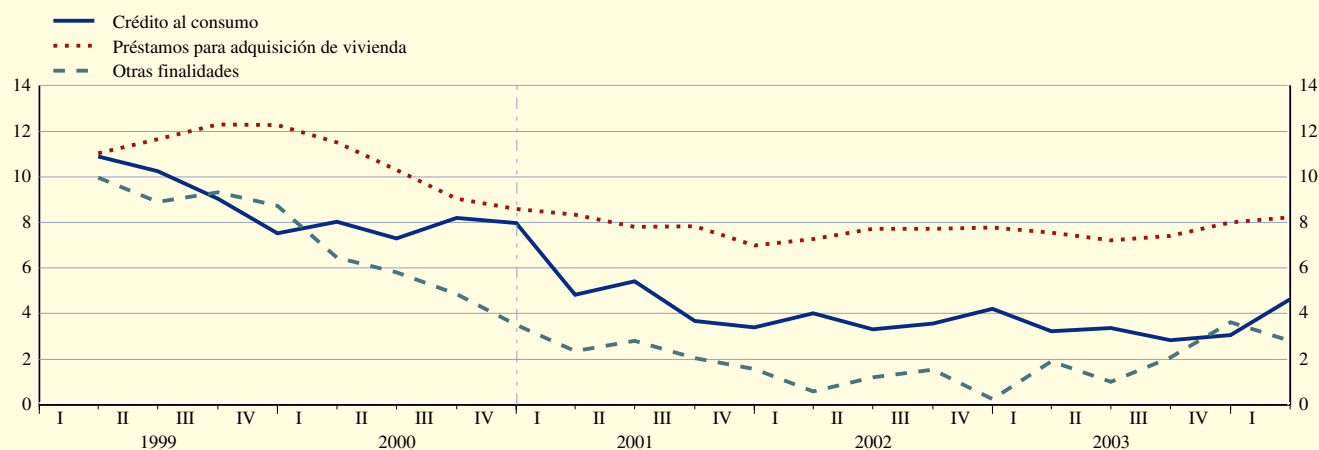
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2002	3.326,9	518,0	105,1	178,3	234,6	2.191,4	23,1	65,1	2.103,2	617,5	153,9	99,7	363,9
2003	3.520,7	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	16,1	67,3	2.277,0	675,8	144,8	95,9	435,2
2004 Ene	3.525,9	481,2	110,3	179,3	191,7	2.372,6	15,8	66,3	2.290,5	672,1	142,4	95,1	434,6
Feb	3.539,4	481,4	109,3	180,1	191,9	2.384,9	15,6	66,3	2.303,0	673,1	140,4	95,2	437,5
Mar	3.565,7	484,8	110,2	181,8	192,7	2.400,1	15,9	65,8	2.318,4	680,8	141,6	94,5	444,7
Abr ^(p)	3.589,1	488,5	110,8	183,0	194,8	2.419,1	15,9	66,2	2.337,0	681,5	141,2	95,1	445,3
	Operaciones												
2002	179,6	21,0	6,4	5,4	9,3	157,1	0,4	2,5	154,1	1,5	-3,0	2,2	2,2
2003	212,4	14,6	9,4	6,5	-1,3	174,9	-6,6	1,9	179,6	22,9	-6,8	-4,9	34,7
2004 Ene	7,2	-2,8	-1,5	-1,6	0,3	12,6	-0,3	-1,0	13,8	-2,5	-2,0	-0,7	0,1
Feb	15,8	0,7	-0,8	0,9	0,5	13,0	-0,1	0,0	13,1	2,1	-1,5	0,1	3,5
Mar	26,5	4,4	0,9	2,0	1,5	19,2	0,3	0,5	18,5	2,8	1,3	0,0	1,5
Abr ^(p)	22,4	2,9	0,5	1,0	1,4	18,9	0,0	0,4	18,5	0,7	-0,4	0,4	0,6
	Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,7	4,2	6,2	3,1	4,2	7,8	1,9	4,2	8,0	0,2	-1,9	2,2	0,6
2003 Dic	6,4	3,1	9,1	3,6	-0,2	8,0	-28,5	2,8	8,6	3,6	-4,5	-5,0	9,2
2004 Ene	6,4	3,7	1,4	6,2	3,0	8,2	-1,6	-0,8	8,5	2,5	-2,0	-3,7	5,6
Feb	6,3	4,8	-0,1	7,3	5,5	8,1	-3,3	-1,5	8,5	1,5	-2,4	-5,6	4,6
Mar	6,7	4,6	1,1	6,0	5,5	8,2	0,2	-2,8	8,6	2,8	-1,3	-2,8	5,5
Abr ^(p)	6,8	4,9	1,2	5,8	6,3	8,5	1,7	-2,8	8,9	2,5	-1,0	-2,7	4,9

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

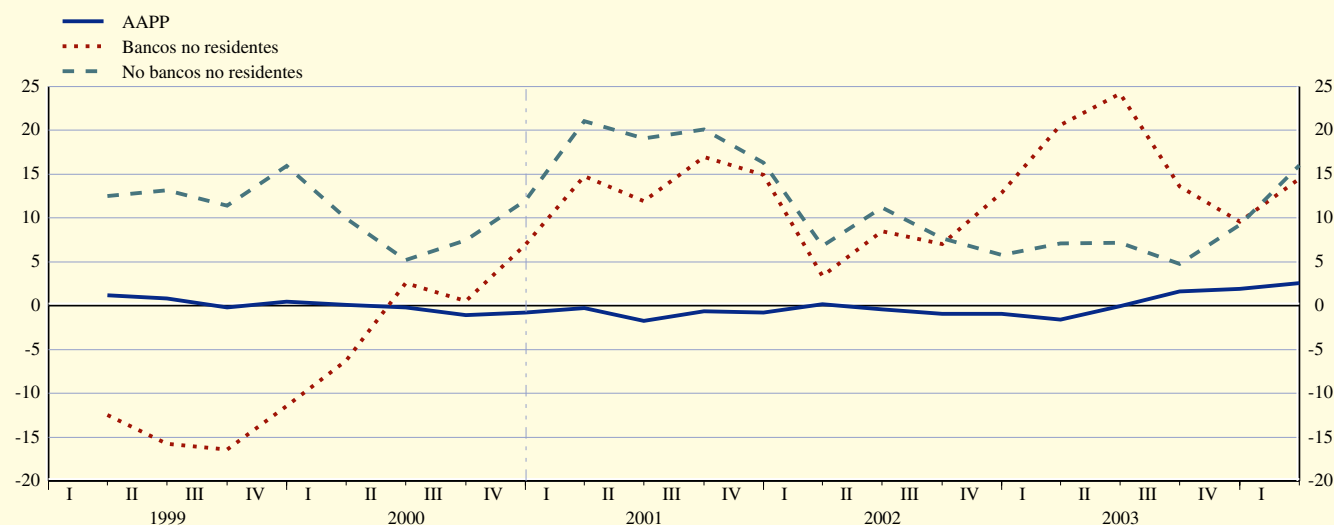
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Saldos vivos									
2001	822,0	145,6	298,3	362,9	15,2	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 I	805,0	134,7	267,2	379,2	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
II	794,3	127,1	263,5	375,3	28,3	1.833,2	1.242,2	590,9	59,2	531,7
III	797,7	128,6	262,7	375,9	30,6	1.741,1	1.157,4	583,7	59,8	523,9
IV	819,0	130,6	265,1	388,3	35,0	1.762,9	1.182,3	580,6	59,3	521,2
2004 I ^(p)	823,1	135,5	261,3	392,1	34,3	1.953,6	1.300,6	653,0	62,4	590,6
	Operaciones									
2001	-6,2	-18,7	1,1	9,9	1,7	225,2	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 I	-0,4	0,7	-10,2	4,9	4,1	66,3	43,8	22,9	-5,5	28,5
II	-8,3	-7,2	-3,8	-1,9	4,5	105,3	93,1	12,8	0,3	12,5
III	3,4	1,5	-0,7	0,5	2,2	-86,9	-82,9	-3,9	0,6	-4,4
IV	20,4	1,2	2,4	12,3	4,5	75,0	55,4	20,7	-0,2	20,9
2004 I ^(p)	5,2	5,9	-3,9	3,9	-0,8	161,3	100,0	60,2	3,1	57,2
	Tasas de crecimiento									
2001 Dic	-0,8	-11,4	0,4	2,8	12,4	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Mar	-1,6	-13,2	-9,2	7,2	56,3	15,6	20,6	7,1	-13,9	9,9
Jun	0,0	-8,4	-6,3	5,2	54,3	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
Sep	1,6	-3,1	-4,2	5,1	50,1	10,4	13,6	4,8	-10,5	6,7
Dic	1,9	-2,8	-4,4	4,2	77,5	9,3	9,6	9,2	-7,5	11,3
2004 Mar ^(p)	2,6	1,1	-2,2	3,9	43,7	14,9	14,5	16,0	6,4	17,1

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

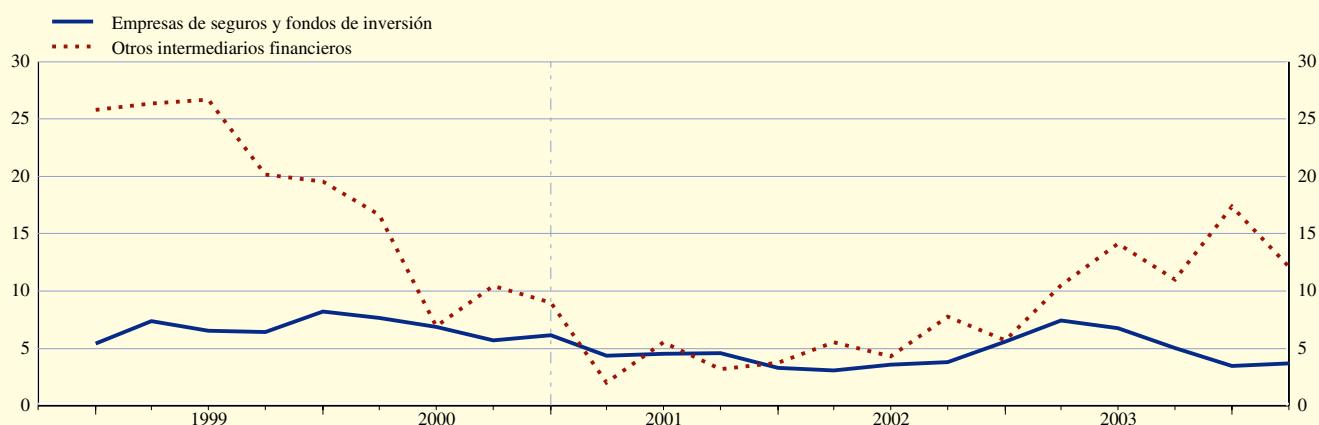
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,8	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	562,9	180,2	129,6	142,4	6,1	0,1	104,4
2004 Ene	554,1	65,4	43,2	422,2	1,3	0,3	21,7	567,1	178,3	130,7	140,4	6,9	0,1	110,8
Feb	556,2	62,8	42,3	424,3	1,3	0,3	25,1	578,9	184,1	122,8	143,5	8,4	0,1	120,1
Mar	556,5	64,6	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	585,5	196,5	119,8	146,7	7,8	0,1	114,7
Abr ^(p)	562,1	62,1	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	600,2	194,8	128,9	149,6	8,3	0,1	118,5
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,1	1,6	-3,9	19,1	0,3	-0,1	1,1	84,6	27,4	-1,1	39,1	3,2	0,0	16,0
2004 Ene	12,1	6,5	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	5,1	-1,5	0,8	-2,3	0,8	0,0	7,4
Feb	2,0	-2,6	-0,9	2,2	0,0	0,0	3,4	11,1	5,9	-8,8	3,1	1,5	0,0	9,3
Mar	0,2	1,8	-0,3	1,8	0,0	0,0	-3,1	5,1	12,0	-3,3	2,6	-0,7	0,0	-5,4
Abr ^(p)	5,5	-2,5	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,2	14,1	-2,0	9,0	2,7	0,5	0,0	3,8
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,4	2,8	-8,4	4,8	40,8	-12,6	6,0	17,4	17,7	-0,9	37,1	70,8	-	17,1
2004 Ene	4,3	15,2	5,4	2,8	50,0	-9,7	-0,3	13,6	11,6	4,0	23,9	58,0	-	15,3
Feb	4,8	15,4	5,9	2,7	57,7	-7,7	15,2	14,9	18,4	-7,1	26,7	76,4	-	21,5
Mar	3,7	5,0	8,0	2,4	40,3	1,8	18,6	12,1	18,6	-10,9	23,9	47,6	-	16,4
Abr ^(p)	4,4	8,2	-3,8	3,9	48,8	6,2	17,6	11,7	17,0	-11,3	26,3	64,5	-	15,3

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

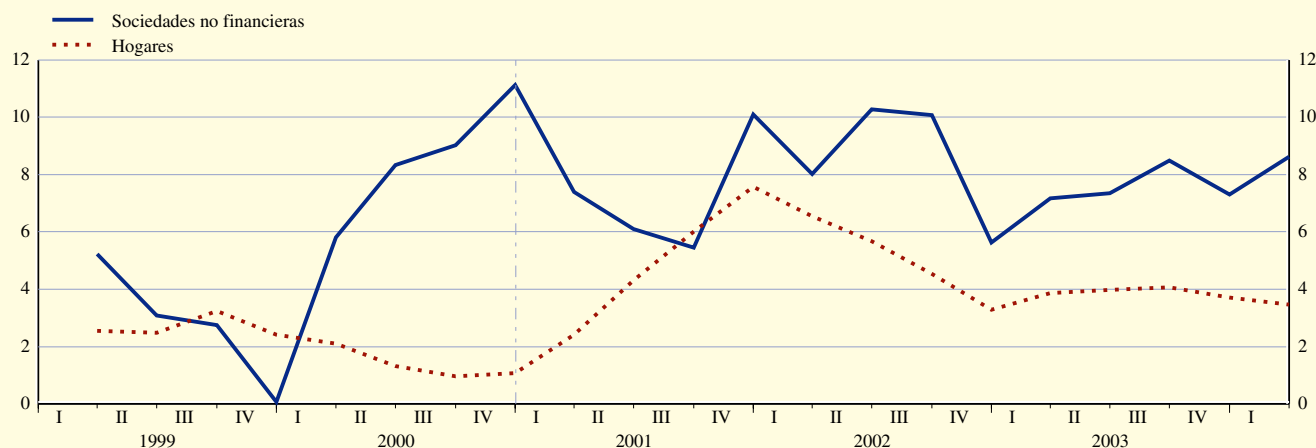
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.051,9	639,3	282,2	66,3	32,6	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	545,0	600,8	1.378,1	89,9	52,9
2004 Ene	1.013,1	613,9	270,8	67,9	33,5	1,5	25,4	3.995,2	1.315,7	539,8	604,7	1.392,1	88,8	54,1
Feb	1.018,7	605,4	277,0	69,3	39,3	1,6	26,0	3.995,8	1.317,7	532,3	607,0	1.396,1	88,4	54,2
Mar	1.035,7	625,0	275,4	68,4	39,9	1,7	25,3	3.998,0	1.320,8	527,2	608,8	1.401,2	88,2	51,9
Abr ^(p)	1.038,3	628,8	271,7	69,3	40,5	1,7	26,4	4.015,2	1.335,8	523,2	610,3	1.406,5	87,1	52,3
Operaciones														
2002	53,9	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,4	65,4	-	-	-	-	-1,9
2003	71,7	41,2	58,5	-34,1	10,0	0,4	-4,2	141,9	95,2	-75,0	39,8	117,3	-13,7	-21,8
2004 Ene	-40,2	-26,0	-12,0	1,5	0,8	0,0	-4,6	15,9	3,7	-5,8	3,9	13,9	-1,1	1,2
Feb	6,8	-7,5	6,3	1,3	5,8	0,1	0,6	0,8	2,1	-7,3	2,3	4,1	-0,4	0,1
Mar	16,2	18,9	-2,2	-0,4	0,6	0,0	-0,7	1,3	2,8	-5,7	1,8	5,0	-0,2	-2,3
Abr ^(p)	2,2	3,4	-3,6	0,8	0,6	0,0	1,1	17,0	15,0	-4,0	1,5	5,3	-1,1	0,4
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,3	6,8	25,7	-33,7	40,8	44,2	-12,4	3,7	7,9	-12,1	7,1	9,3	-13,2	-29,2
2004 Ene	7,3	9,9	2,7	12,7	32,2	38,3	-27,1	4,1	9,6	-9,0	3,7	8,7	-12,4	-28,5
Feb	8,3	9,4	3,8	14,8	46,8	17,2	-19,3	3,7	8,7	-8,8	3,3	8,1	-11,6	-28,4
Mar	8,6	11,0	2,5	12,8	42,7	21,6	-20,4	3,5	7,7	-8,9	3,7	7,5	-10,5	-26,5
Abr ^(p)	7,8	10,1	0,4	15,1	41,5	21,3	-16,1	3,5	7,7	-9,0	4,1	7,3	-9,3	-25,5

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

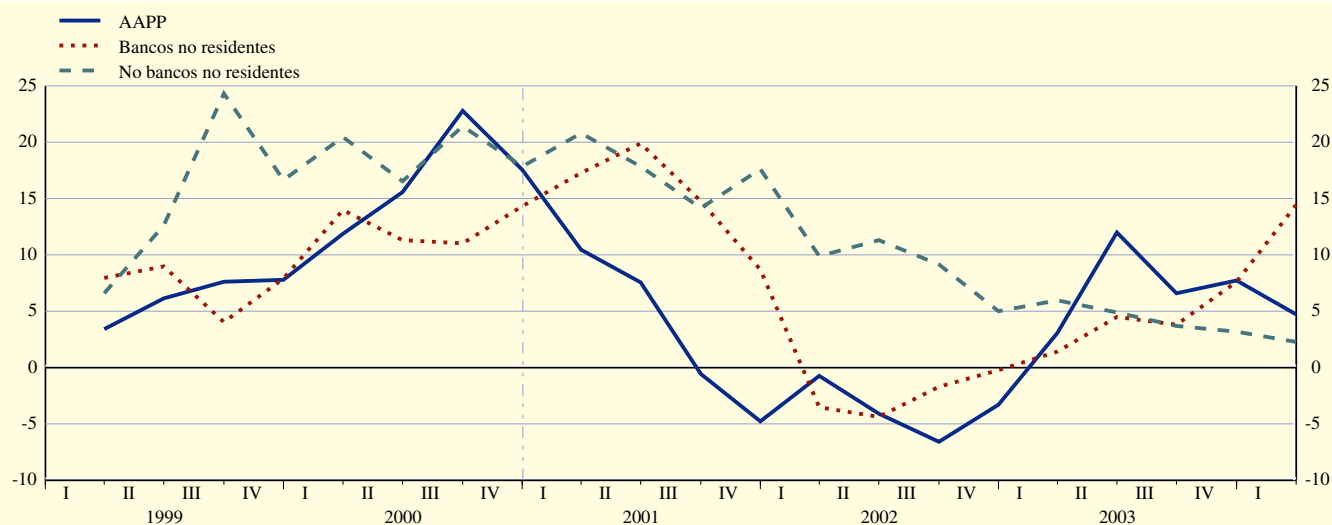
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 I	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,0	1.588,0	704,0	97,8	606,2
II	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,6	599,3
III	263,9	128,9	32,3	64,2	38,5	2.256,3	1.562,4	693,8	93,4	600,5
IV	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.246,3	1.580,9	665,4	96,1	569,3
2004 I ^(p)	272,8	140,7	30,0	62,4	39,6	2.446,6	1.745,3	701,3	100,8	600,5
Operaciones										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,7	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 I	8,7	11,6	0,4	-3,7	0,3	61,5	30,2	31,4	0,5	30,8
II	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,2	27,2	3,0	-3,3	6,3
III	-23,5	-16,0	-1,9	-0,4	-5,2	-6,5	-7,9	1,4	-1,2	2,6
IV	7,3	3,4	-1,1	2,7	2,3	54,4	68,0	-13,5	2,7	-16,2
2004 I ^(p)	1,6	8,4	-1,1	-4,4	-1,3	156,8	132,3	24,5	4,8	19,7
Tasas de crecimiento										
2001 Dic	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Mar	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	0,0	6,9
Jun	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,5	5,8
Sep	6,6	18,9	-5,7	0,8	-5,7	3,8	3,8	3,7	-7,7	5,7
Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,3	7,6	3,2	-1,3	3,9
2004 Mar ^(p)	4,7	14,5	-6,1	-4,6	-1,5	10,7	14,4	2,3	3,1	2,2

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

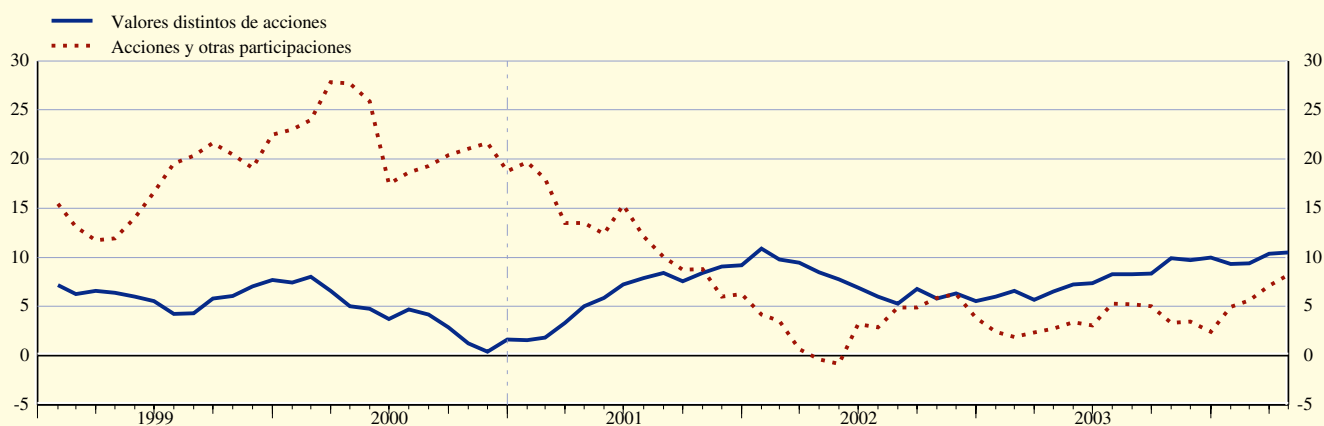
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; 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
Saldo 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	3.576,8	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,1	18,6	629,3	1.068,6	279,7	615,2	173,7
2004 Ene	3.661,7	1.235,0	60,9	1.255,3	16,1	407,3	17,7	669,4	1.089,7	285,4	624,3	180,1
Feb	3.712,7	1.257,7	57,7	1.276,8	15,9	412,5	18,0	674,1	1.092,9	283,6	624,6	184,8
Mar	3.766,1	1.284,0	60,8	1.286,4	17,7	413,4	18,2	685,6	1.117,6	287,9	640,3	189,4
Abr ^(p)	3.809,1	1.292,0	62,0	1.295,6	17,3	416,6	18,5	707,1	1.146,5	291,9	663,2	191,4
Operaciones												
2002	171,3	48,0	-0,6	40,9	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003	327,1	91,8	3,4	79,9	1,0	52,4	2,0	96,6	24,0	8,0	21,8	-5,8
2004 Ene	61,6	14,0	2,3	15,1	0,1	-0,7	-1,3	32,1	17,9	3,9	7,6	6,4
Feb	48,2	22,1	-3,2	19,6	0,0	4,0	0,5	5,2	5,9	-0,1	1,6	4,4
Mar	44,8	26,3	2,1	10,0	1,2	0,9	-0,3	4,6	24,7	4,7	15,8	4,3
Abr ^(p)	43,2	8,1	1,0	11,5	-0,4	3,9	0,2	19,0	28,5	4,5	22,2	1,8
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,6	4,5	-2,0	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 Dic	10,0	8,1	7,3	7,0	5,8	14,9	10,1	17,3	2,4	3,0	3,8	-3,2
2004 Ene	9,3	7,2	4,2	6,4	1,7	12,9	9,2	18,2	5,0	7,6	4,9	1,2
Feb	9,4	8,2	-0,7	6,8	-4,2	12,0	10,1	16,9	5,6	7,7	5,6	2,6
Mar	10,3	9,7	2,2	7,4	5,3	10,8	3,1	18,5	7,1	7,4	8,1	3,4
Abr ^(p)	10,5	10,5	10,1	6,7	3,1	8,0	7,9	20,2	8,2	9,4	8,9	4,0

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares

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

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	-1,0	-0,4	-0,6
2004 Ene	-3,6	-1,8	-0,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2
Feb	-1,6	-0,5	-0,1	-0,9	-0,2	-0,1	-0,1
Mar	-1,2	-0,7	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
Abr ^(p)	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	35,2	9,8	0,6	11,1	-0,1	5,1	0,2	8,4	-6,8	-4,7	0,7	-2,7
2003	-3,1	-0,9	-0,4	3,4	0,0	-1,7	-0,1	-3,4	11,1	7,1	2,5	1,5
2004 Ene	9,8	1,5	0,2	7,9	0,1	0,0	0,0	0,2	3,2	1,6	1,7	0,0
Feb	3,7	0,6	0,0	1,7	0,0	1,1	0,0	0,2	-2,7	-1,6	-1,3	0,3
Mar	2,4	0,2	0,1	1,2	0,1	0,2	0,0	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,3
Abr ^(p)	-4,2	-0,1	0,0	-2,9	0,0	-0,4	0,0	-0,9	0,4	-0,5	0,7	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	De residentes en la zona euro													
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
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 I	4.196,4	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,8	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
II	4.296,7	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.244,1	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
III	4.309,4	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.257,1	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
IV	4.362,6	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.406,4	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I ^(p)	4.409,4	90,5	9,5	5,8	0,5	1,5	1,1	6.448,5	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,3
	De no residentes en la zona euro													
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
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 I	1.588,0	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,0	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
II	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
III	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,8	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
IV	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	665,4	51,1	48,9	32,0	2,1	2,2	9,6
2004 I ^(p)	1.745,3	46,3	53,7	35,4	1,7	3,4	10,5	701,3	53,3	46,7	30,0	2,1	1,9	9,6

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

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
				USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 I	3.197,1	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
II	3.226,5	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
III	3.261,6	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
IV	3.303,2	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 I ^(p)	3.458,4	84,6	15,4	7,7	1,8	2,0	2,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				Total							
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2003 I	4.074,2	-	-	-	-	-	-	7.658,9	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
II	4.143,3	-	-	-	-	-	-	7.736,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3
III	4.155,6	-	-	-	-	-	-	7.793,0	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3
IV	4.193,6	-	-	-	-	-	-	7.912,8	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004 I ^(p)	4.233,1	-	-	-	-	-	-	7.994,8	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
	A no residentes en la zona del euro													
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	8,4	608,7	33,1	66,9	51,9	1,9	4,2	6,1
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 I	1.173,0	50,6	49,4	30,6	4,3	2,7	8,6	594,0	38,2	61,8	46,7	1,9	4,6	5,6
II	1.242,2	50,8	49,2	30,8	4,8	2,4	7,9	590,9	39,3	60,7	46,2	1,5	4,2	5,7
III	1.157,4	49,7	50,3	30,4	5,6	2,4	8,7	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3
IV	1.182,3	50,2	49,8	29,3	5,0	2,3	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I ^(p)	1.300,6	49,1	50,9	31,1	4,7	2,3	9,2	653,0	40,0	60,0	42,0	2,5	4,3	8,1

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
2001	1.122,9	95,2	4,8	2,7	0,6	0,1	0,7	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2
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 I	1.234,7	95,1	4,9	1,7	0,6	0,2	1,0	1.595,9	97,7	2,3	1,3	0,6	0,1	0,2
II	1.242,2	95,2	4,8	1,7	0,6	0,3	1,0	1.644,3	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
III	1.256,4	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1,1	1.670,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
IV	1.275,9	95,5	4,5	1,5	0,5	0,3	1,3	1.671,6	98,0	2,0	1,1	0,6	0,1	0,2
2004 I ^(p)	1.344,8	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,4	1.735,7	97,9	2,1	1,2	0,5	0,1	0,2
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	10,2	308,0	41,3	58,7	44,1	5,9	0,8	4,7
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 I	256,7	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	12,0	339,1	43,2	56,8	36,5	9,1	0,7	5,9
II	259,1	42,2	57,8	34,4	3,4	2,5	13,6	355,5	44,2	55,8	35,4	8,5	0,7	6,0
III	261,5	43,0	57,0	32,3	3,5	2,8	14,5	363,2	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7
IV	275,6	44,9	55,1	30,5	3,8	2,0	15,1	353,7	45,8	54,2	33,3	9,2	0,8	6,3
2004 I ^(p)	308,2	43,9	56,1	35,1	1,1	0,6	17,2	377,4	44,7	55,3	34,8	6,7	0,9	7,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	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
2002 III	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
IV	2.860,6	242,2	1.335,0	72,0	1.263,1	853,4	203,1	120,5	106,4
2003 I	2.746,9	217,2	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	116,7	108,1
II	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
III	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
IV ^(p)	3.174,3	234,9	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,9	243,6	133,9	139,0

2. Pasivo

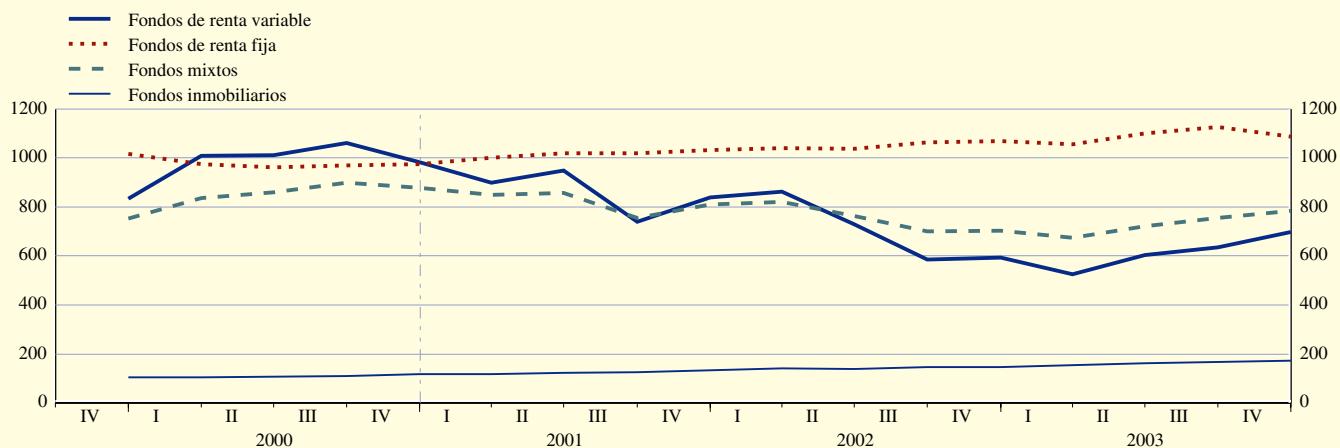
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2002 III	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
IV	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 I	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV ^(p)	3.174,3	44,2	3.010,9	119,1

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 inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 III	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2
IV	2.860,6	594,1	1.068,2	701,6	147,5	349,2	2.087,7	772,9
2003 I	2.746,9	525,9	1.054,1	675,3	153,9	337,7	1.975,5	771,4
II	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,4	374,4	2.140,4	819,1
III	3.085,6	635,4	1.127,0	754,2	167,7	401,4	2.249,0	836,6
IV ^(p)	3.174,3	697,8	1.086,2	783,3	171,9	435,1	2.318,1	856,2

C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Los datos corresponden a los países de la zona del euro, excluida Irlanda. Para más detalles, véanse las notas generales.

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro; detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2002 III	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
IV	594,1	26,6	28,0	3,1	24,9	506,1	18,4	-	14,9
2003 I	525,9	24,5	30,2	2,8	27,5	438,5	16,5	-	16,1
II	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
III	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
IV ^(p)	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,9	20,8	-	22,5
Fondos de renta fija									
2002 III	1.063,3	78,3	902,1	37,2	865,0	32,7	11,6	-	38,5
IV	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 I	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
II	1.099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
III	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
IV ^(p)	1.086,2	82,5	905,6	31,6	874,0	31,0	21,6	-	45,5
Fondos mixtos									
2002 III	699,9	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7
IV	701,6	53,9	294,9	21,3	273,6	233,0	87,7	3,4	28,6
2003 I	675,3	50,4	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
II	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
III	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
IV ^(p)	783,3	49,5	323,9	22,1	301,9	272,4	100,4	0,3	36,7
Fondos inmobiliarios									
2002 III	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
IV	147,5	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	112,6	6,8
2003 I	153,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	115,1	6,5
II	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
III	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
IV ^(p)	171,9	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,9	7,4

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2002 III	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
IV	2.087,7	191,0	904,8	663,5	153,2	105,8	69,6
2003 I	1.975,5	165,6	882,6	599,9	155,1	101,3	71,0
II	2.140,4	181,6	912,3	691,7	168,3	104,2	82,2
III	2.249,0	199,0	927,6	736,5	176,6	108,9	100,4
IV ^(p)	2.318,1	191,6	913,3	816,1	183,4	115,6	98,0
Fondos de inversión especiales							
2002 III	754,2	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7
IV	772,9	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8
2003 I	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
II	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
III	836,6	49,3	477,7	195,8	58,0	17,4	38,4
IV ^(p)	856,2	43,2	475,7	217,8	60,1	18,3	41,0

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; 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
	Total	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 ¹⁾		
			Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2002 III	14.308,2	5.450,2	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	198,0	289,0
IV	14.597,6	5.609,9	309,2	4.951,7	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	212,7	293,2
2003 I	14.550,2	5.633,1	288,9	4.948,2	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	219,9	323,9
II	15.010,6	5.749,0	310,1	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	208,8	329,8
III	15.107,5	5.753,6	320,9	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	177,6	344,6
IV	15.379,7	5.874,6	350,7	5.185,0	2.033,4	1.561,0	1.505,4	85,2	153,6	185,3	.
	Operaciones										
2002 III	142,5	7,7	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	2,3	9,1
IV	168,8	169,5	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,7	10,1
2003 I	152,2	38,0	1,3	-3,3	-29,5	-11,1	43,0	-5,7	32,8	7,2	32,3
II	209,9	133,4	21,2	85,9	83,8	-8,7	22,2	-11,4	24,1	2,2	11,4
III	126,2	12,4	11,4	12,2	6,8	-3,8	13,0	-3,9	-13,7	2,5	16,5
IV	150,0	126,1	29,8	118,9	79,2	8,7	36,1	-5,2	-30,3	7,6	.
	Tasas de crecimiento										
2002 III	4,3	4,7	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	15,1	5,3
IV	3,9	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	11,3	4,0
2003 I	4,2	5,8	31,2	4,3	7,3	-0,4	7,3	-10,6	5,1	13,7	13,7
II	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,5	22,6
III	4,6	6,5	23,3	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,3
IV	4,4	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	9,2	.
	Valores distintos de acciones										
	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾					Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las resevas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
	Saldos vivos										
2002 III	1.966,1	200,9	1.765,2	3.427,5	1.696,7	1.730,9	313,9	3.464,5	3.125,0	339,4	
IV	1.972,2	196,5	1.775,6	3.483,2	1.771,2	1.712,0	309,2	3.532,3	3.189,7	342,6	
2003 I	1.967,4	179,3	1.788,0	3.350,3	1.609,9	1.740,4	395,7	3.599,4	3.251,2	348,2	
II	1.933,0	162,9	1.770,1	3.655,4	1.818,5	1.836,8	401,9	3.673,3	3.322,2	351,1	
III	1.927,1	164,7	1.762,4	3.689,3	1.828,1	1.861,1	405,9	3.737,5	3.383,8	353,7	
IV	1.921,1	172,3	1.748,8	3.818,5	1.942,9	1.875,6	404,4	3.765,5	3.410,0	355,5	
	Operaciones										
2002 III	33,9	17,0	16,9	48,9	24,1	24,8	13,9	52,0	47,8	4,2	
IV	-13,3	-15,9	2,6	-24,9	-24,3	-0,6	-7,4	37,5	39,0	-1,6	
2003 I	-21,8	-20,4	-1,3	66,3	4,3	62,0	29,9	69,7	62,8	6,9	
II	-46,4	-16,1	-30,3	65,3	27,4	37,9	3,7	57,5	52,9	4,6	
III	7,2	2,5	4,7	51,5	34,2	17,3	2,6	55,1	51,7	3,4	
IV	3,7	6,6	-2,8	-26,7	-26,8	0,1	-10,3	46,9	43,6	3,4	
	Tasas de crecimiento										
2002 III	1,6	-21,0	5,1	2,8	0,1	6,3	16,6	7,1	7,2	6,2	
IV	0,6	-21,9	3,9	2,0	0,2	4,7	12,1	6,4	6,5	4,9	
2003 I	-0,7	-22,9	2,1	2,8	0,8	5,6	11,8	6,3	6,5	4,2	
II	-2,5	-19,3	-0,7	3,9	1,4	7,0	13,5	6,3	6,5	4,2	
III	-3,8	-24,9	-1,4	4,6	2,5	6,7	9,2	6,3	6,6	3,9	
IV	-2,9	-14,0	-1,7	4,5	2,2	6,9	8,4	6,5	6,6	5,3	

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 interanuales; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2002 III	15.348,3	7.926,2	7.053,0	867,3	54,7	812,6	3.527,1	1.173,9	2.353,2	3.531,8	283,5	3.248,2	241,7
IV	15.581,8	8.047,5	7.130,3	881,9	60,6	821,3	3.561,0	1.158,0	2.403,0	3.604,6	286,0	3.318,6	242,6
2003 I	15.540,6	8.098,8	7.169,1	874,1	68,4	805,7	3.582,5	1.173,2	2.409,3	3.642,2	276,5	3.365,7	255,9
II	16.090,9	8.196,1	7.236,3	861,3	69,6	791,8	3.627,1	1.196,2	2.430,9	3.707,7	280,7	3.426,9	253,3
III	16.186,4	8.279,1	7.292,9	867,3	70,7	796,5	3.634,3	1.170,4	2.463,8	3.777,6	275,1	3.502,4	274,6
IV	16.461,0	8.359,7	7.393,8	887,6	80,5	807,1	3.632,2	1.147,8	2.484,4	3.839,9	277,5	3.562,4	.
	Operaciones												
2002 III	106,8	38,5	34,6	-8,4	1,3	-9,6	-1,2	-18,3	17,0	48,1	-4,2	52,2	-7,1
IV	158,0	134,2	93,7	15,0	5,9	9,1	53,5	-9,8	63,4	65,6	3,3	62,3	7,5
2003 I	255,1	86,4	66,3	-0,2	8,0	-8,2	42,0	20,6	21,5	44,5	-7,3	51,9	5,6
II	230,7	108,8	84,0	-10,3	3,2	-13,5	49,5	22,3	27,1	69,6	4,9	64,7	2,6
III	135,2	80,7	59,0	5,9	1,1	4,8	3,7	-23,3	27,0	71,1	-4,8	75,9	22,4
IV	83,2	106,4	118,4	19,7	9,8	9,9	13,9	-19,1	33,0	72,8	4,2	68,7	.
	Tasas de crecimiento												
2002 III	4,0	4,1	4,0	-0,9	20,9	-2,1	3,0	-5,0	7,5	6,5	0,6	7,0	-4,5
IV	3,8	4,3	4,0	-2,0	21,3	-3,4	3,5	-4,3	7,8	6,8	1,4	7,3	-2,9
2003 I	4,3	4,7	4,0	-2,1	28,6	-4,0	4,4	-0,9	7,3	6,8	0,4	7,4	-4,3
II	4,7	4,7	4,0	-0,4	34,4	-2,7	4,1	1,2	5,5	6,5	-1,2	7,2	3,5
III	5,1	5,2	4,3	1,2	33,4	-1,0	4,2	0,8	5,9	7,1	-1,4	7,8	15,7
IV	4,5	4,8	4,6	1,7	36,6	-0,9	3,1	0,0	4,5	7,2	-1,1	7,9	.

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas		Sociedades no financieras						
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
	Saldos vivos									
2002 III	4.667,3	4.139,5	479,8	3.659,7	527,8	137,7	390,1	2.293,9	194,8	266,1
IV	4.671,8	4.137,3	480,0	3.657,4	534,5	144,7	389,8	2.383,9	209,5	269,1
2003 I	4.838,2	4.273,4	529,7	3.743,7	564,9	167,1	397,8	2.114,2	216,8	272,6
II	4.962,7	4.378,6	563,4	3.815,2	584,0	165,5	418,6	2.451,2	204,9	276,1
III	4.979,2	4.396,4	557,5	3.838,9	582,8	164,5	418,3	2.474,6	173,5	280,1
IV	4.907,7	4.319,4	538,7	3.780,7	588,3	163,4	424,9	2.729,2	181,8	282,7
	Operaciones									
2002 III	56,6	46,5	-0,9	47,4	10,2	7,3	2,8	5,6	2,2	3,9
IV	3,8	-0,1	-8,3	8,2	3,9	6,9	-3,1	2,2	14,7	3,2
2003 I	157,5	128,9	49,9	78,9	28,6	22,3	6,3	-0,2	7,3	4,2
II	100,7	84,4	33,9	50,5	16,3	-1,5	17,8	15,8	1,3	4,2
III	43,5	44,0	-5,3	49,2	-0,5	-1,0	0,5	4,5	2,4	4,2
IV	-36,4	-44,2	-18,4	-25,8	7,8	-1,1	8,9	0,8	8,2	4,1
	Tasas de crecimiento									
2002 III	5,2	5,0	7,3	4,7	6,8	-1,7	10,2	1,2	15,2	4,9
IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,2	0,7	11,4	5,3
2003 I	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,1	0,4	13,9	5,6
II	7,0	6,5	15,5	5,3	11,5	26,9	6,2	0,8	13,2	5,9
III	6,5	6,2	14,6	5,1	9,2	19,4	5,5	1,0	13,2	6,0
IV	5,7	5,1	12,5	4,2	9,8	12,9	8,6	0,9	9,2	6,2

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 interanuales; 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												
2002 III	3.290,1	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	335,2	69,1	266,1	1.326,9	45,9	1.281,0
IV	3.374,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,9	346,8	70,5	276,4	1.363,4	48,7	1.314,7
2003 I	3.402,0	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	351,6	72,0	279,6	1.423,6	53,8	1.369,8
II	3.534,5	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	355,5	73,5	282,0	1.455,8	50,9	1.404,9
III	3.590,3	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	354,9	72,6	282,2	1.485,3	52,5	1.432,7
IV	3.705,4	541,9	58,8	462,3	1,6	19,1	341,0	72,6	268,4	1.520,9	53,1	1.467,7
Operaciones												
2002 III	50,7	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	0,2	2,4	-2,2	40,9	8,1	32,8
IV	73,4	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	12,1	1,5	10,6	35,4	2,2	33,2
2003 I	86,7	12,6	4,3	7,8	0,1	0,5	7,9	4,1	3,8	55,7	5,9	49,7
II	50,7	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	7,0	4,0	3,0	23,6	-3,1	26,7
III	40,2	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	2,5	1,7	0,8	28,3	1,7	26,6
IV	66,1	9,4	1,5	7,2	0,2	0,5	-10,7	2,6	-13,2	40,4	0,7	39,8
Tasas de crecimiento												
2002 III	7,8	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,6	21,7	1,1	9,7	-13,5	10,8
IV	7,2	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	6,7	16,7	4,6	10,0	4,5	10,2
2003 I	6,8	7,5	37,1	4,8	-10,5	3,3	7,8	20,5	4,9	10,3	14,0	10,2
II	7,8	6,8	28,9	3,9	-1,9	17,4	8,1	18,5	5,6	12,4	36,0	11,6
III	7,6	5,0	11,7	3,6	-5,4	28,2	8,8	16,4	6,8	10,8	14,7	10,6
IV	7,2	3,5	2,9	3,3	12,6	6,0	2,0	17,6	-2,0	10,9	10,7	10,9

	Principales activos financieros					Principales pasivos								
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro	Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro				
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario						Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
		13	14	15			16	17	18	19	20	21	22	23
	Saldos vivos													
2002 III	1.011,4	456,1	555,3	50,0	110,3	3.490,1	56,5	42,1	10,9	125,7	3.297,0	2.790,6	506,4	
IV	1.032,1	467,1	565,0	56,4	109,4	3.521,5	43,5	33,0	11,2	111,4	3.355,4	2.851,0	504,3	
2003 I	979,0	421,9	557,0	60,1	111,9	3.571,4	55,4	42,4	11,4	101,5	3.403,1	2.890,1	513,0	
II	1.071,6	481,7	589,9	64,4	113,9	3.677,8	58,1	44,8	11,6	134,3	3.473,9	2.955,6	518,2	
III	1.101,9	497,4	604,6	60,7	115,3	3.739,6	59,3	44,3	12,1	133,5	3.534,6	3.012,2	522,4	
IV	1.185,0	548,8	636,2	64,4	116,6	3.793,3	49,5	35,6	12,4	153,8	3.577,6	3.051,9	525,7	
	Operaciones													
2002 III	4,5	2,4	2,1	-1,6	2,6	48,0	-2,0	-2,5	0,0	0,0	49,9	43,2	6,7	
IV	10,0	-4,3	14,3	6,7	-0,8	21,6	-11,5	-9,1	0,2	0,4	32,5	34,6	-2,1	
2003 I	7,9	-2,6	10,5	2,0	2,6	80,4	13,8	11,2	-0,1	-0,9	67,6	57,6	9,9	
II	15,8	5,1	10,7	4,6	2,0	62,5	2,8	2,6	0,1	4,5	55,1	48,1	7,0	
III	14,3	5,3	9,0	-4,2	1,5	53,6	1,2	-0,5	0,5	0,0	51,9	46,9	5,0	
IV	25,5	10,5	15,0	4,3	1,4	36,2	-9,9	-8,8	0,4	3,9	41,8	36,9	4,9	
	Tasas de crecimiento													
2002 III	7,3	5,4	9,0	4,5	21,5	7,2	3,0	6,8	9,0	0,3	7,8	7,5	9,4	
IV	4,8	3,1	6,5	18,2	9,0	5,8	-13,6	-11,5	7,9	0,3	6,5	6,6	5,5	
2003 I	2,9	0,1	5,7	19,5	6,3	5,8	6,6	8,5	4,9	-0,2	6,3	6,6	4,2	
II	3,3	0,1	6,4	23,0	6,0	6,0	5,5	5,2	2,8	1,8	6,3	6,6	4,3	
III	4,7	0,8	8,0	18,2	4,8	6,2	11,2	10,1	6,6	3,2	6,3	6,7	3,9	
IV	6,1	3,9	8,0	12,0	6,9	6,6	18,1	13,8	8,5	6,7	6,4	6,6	5,3	

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	341,7	1.122,4	-783,9	2,9	0,4	1.728,9	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	48,5
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,9	0,0	1.911,5	-0,2	394,4	332,2	449,9	485,7	222,0	27,5
1998	415,1	1.203,5	-823,6	35,0	0,2	2.396,0	11,0	422,7	357,3	523,4	844,8	215,4	21,4
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.061,0	1,3	557,7	427,6	881,2	905,2	261,5	26,5
2000	490,7	1.391,2	-913,1	29,3	-16,7	2.796,3	1,3	349,7	260,8	808,8	1.122,7	252,6	0,3
2001	467,6	1.443,7	-973,6	-4,5	1,9	2.578,0	-0,5	577,4	432,3	728,3	630,1	249,2	-38,8
2002	413,1	1.430,5	-1.014,4	-4,3	1,4	2.165,3	0,9	580,3	257,6	516,7	502,9	222,8	84,0

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,9	472,5	383,4	334,9	272,8	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,6	648,4	323,0	482,5	649,4	221,2
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.014,7	929,3	503,8	759,4	557,6	264,6
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.772,1	532,1	414,6	850,1	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.560,3	663,2	490,3	606,1	549,6	251,2
2002	496,3	1.499,1	-1.014,4	11,6	2.082,1	527,5	455,4	460,5	395,2	243,6

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,6	54,1	-13,7	55,1	87,4	119,5	514,5	270,5	7,0	143,6	112,4
1997	150,4	592,0	-453,3	239,8	25,3	-11,8	46,3	97,8	105,2	521,5	285,1	12,1	153,8	109,7
1998	193,8	635,2	-470,6	425,2	45,7	-12,0	96,3	203,4	147,8	569,2	471,2	22,8	252,9	184,5
1999	212,0	684,5	-490,9	604,9	26,9	91,3	169,1	302,2	107,7	548,7	709,2	47,3	423,3	222,1
2000	309,7	750,3	-522,9	826,8	71,8	83,8	193,0	448,6	84,4	560,4	1.052,1	58,8	559,3	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	622,1	101,3	34,8	142,1	250,4	88,2	583,5	753,2	99,7	322,8	319,2
2002	173,0	758,1	-579,2	383,3	20,4	-32,9	45,2	285,2	115,3	634,1	441,0	20,7	199,8	206,0

3. Hogares ⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	170,0	384,6	-216,8	436,5	146,2	24,8	92,0	189,0	445,2	646,9	161,3	160,0	3.788,1	17,1
1997	168,3	377,5	-211,7	424,4	70,4	-19,8	192,7	215,8	424,2	617,3	168,4	167,0	3.816,2	16,2
1998	180,2	389,7	-216,4	440,6	96,3	-120,4	288,9	210,6	408,1	594,6	212,6	211,2	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	469,8	119,2	-24,0	189,2	247,4	392,9	582,0	268,3	266,8	4.086,5	14,2
2000	198,6	440,9	-241,7	419,7	65,6	35,2	120,2	246,5	396,1	598,3	222,2	220,5	4.276,1	14,0
2001	188,3	453,9	-264,1	405,1	175,1	90,7	61,7	229,3	425,3	653,0	168,2	166,3	4.571,6	14,3
2002	188,6	462,3	-275,4	487,8	218,5	48,2	-3,5	210,7	466,7	706,6	209,7	207,6	4.738,4	14,9

Fuente: BCE.

1) Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.

2) Excluidos los derivados financieros.

3) Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.

4) Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).

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

6) Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

MERCADOS FINANCIEROS

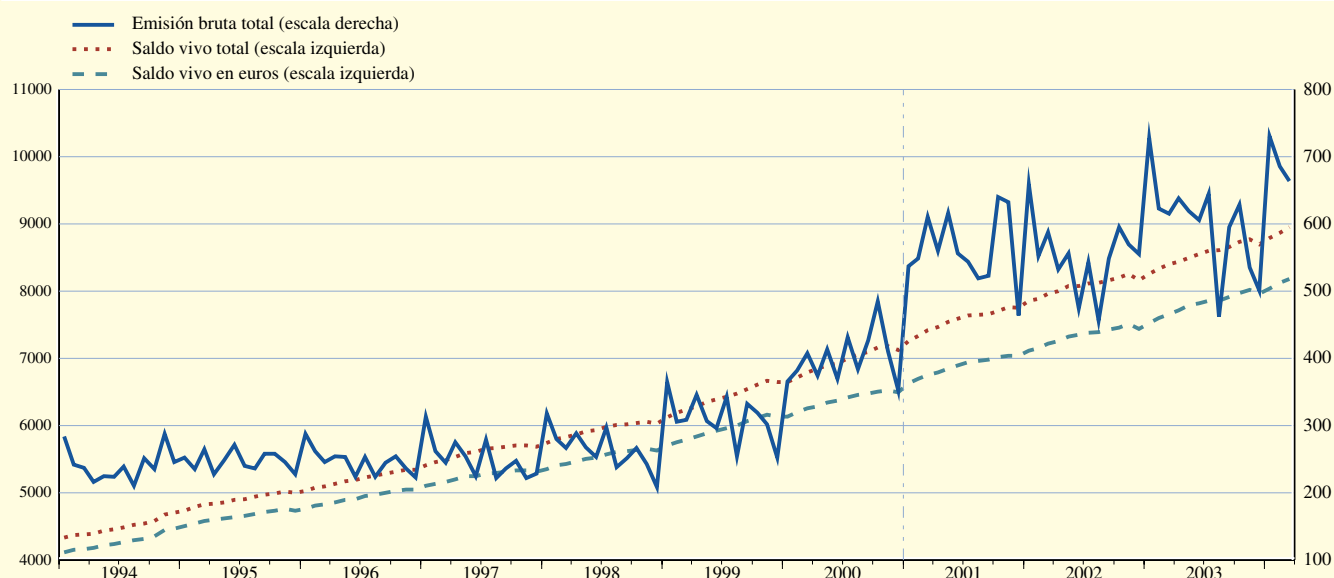
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2003 Mar	8.764,4	642,0	539,0	102,9	8.396,3	615,2	548,0	67,2	91,2	94,3	94,9	60,3
Abr	8.807,2	636,6	593,6	42,9	8.439,2	638,1	582,2	55,9	91,4	94,4	94,2	53,9
May	8.901,9	624,9	529,4	95,5	8.498,6	619,2	536,6	82,5	91,6	93,4	93,6	75,8
Jun	8.982,4	636,5	556,3	80,2	8.550,7	606,1	566,1	40,0	91,5	93,7	93,9	36,2
Jul	9.015,3	648,8	616,3	32,5	8.598,7	645,1	601,7	43,4	91,4	93,1	94,3	33,0
Ago	9.020,8	470,3	465,5	4,8	8.611,9	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
Sep	9.111,7	615,7	523,9	91,8	8.657,3	594,9	530,3	64,6	91,4	93,4	94,2	55,7
Oct	9.169,1	635,3	578,8	56,5	8.730,8	628,7	561,0	67,7	91,3	93,8	94,8	57,9
Nov	9.235,3	554,9	491,4	63,5	8.768,2	535,6	490,1	45,5	91,5	93,1	92,4	45,7
Dic	9.199,0	519,1	551,8	-32,7	8.692,8	501,2	555,4	-54,2	91,6	93,7	94,6	-55,6
2004 Ene	9.272,3	738,4	664,1	74,3	8.786,3	730,6	643,5	87,1	91,5	94,3	94,7	78,9
Feb	9.348,2	698,4	622,8	75,7	8.862,9	685,6	605,4	80,2	91,6	94,6	94,2	77,9
Mar	9.461,4	712,6	598,8	113,8	8.951,4	664,3	585,1	79,1	91,4	93,2	95,3	61,1
Largo plazo												
2003 Mar	7.899,6	175,4	105,5	69,8	7.517,8	162,8	106,6	56,2	91,4	90,1	90,0	50,8
Abr	7.941,0	166,0	125,0	40,9	7.544,0	160,3	125,0	35,3	91,5	91,4	92,5	30,8
May	8.028,9	187,1	99,1	88,0	7.598,0	175,0	100,1	74,9	91,7	92,2	90,5	70,8
Jun	8.099,4	185,3	115,4	69,9	7.670,1	170,7	110,7	60,0	91,6	91,0	91,7	53,8
Jul	8.151,8	198,0	146,3	51,7	7.718,9	185,2	140,7	44,5	91,4	88,1	95,0	29,6
Ago	8.164,1	86,4	75,8	10,7	7.745,3	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
Sep	8.241,3	179,9	101,9	78,0	7.797,9	173,4	102,0	71,4	91,4	91,7	90,2	66,9
Oct	8.296,0	178,9	125,5	53,5	7.850,3	167,5	119,9	47,6	91,4	92,0	94,5	40,9
Nov	8.346,2	142,4	93,6	48,9	7.885,7	135,7	90,3	45,4	91,5	89,4	88,0	41,7
Dic	8.339,8	118,0	119,5	-1,5	7.861,2	110,7	113,5	-2,8	91,6	90,3	93,0	-5,6
2004 Ene	8.400,1	195,9	136,3	59,6	7.913,7	180,8	137,8	43,0	91,6	91,7	90,9	40,6
Feb	8.485,6	193,6	109,2	84,4	7.996,9	182,9	98,5	84,3	91,6	92,2	87,9	82,0
Mar	8.552,9	210,4	142,1	68,4	8.065,8	182,8	122,1	60,8	91,4	88,2	94,2	46,3

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

(mm de euros)



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

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

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

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

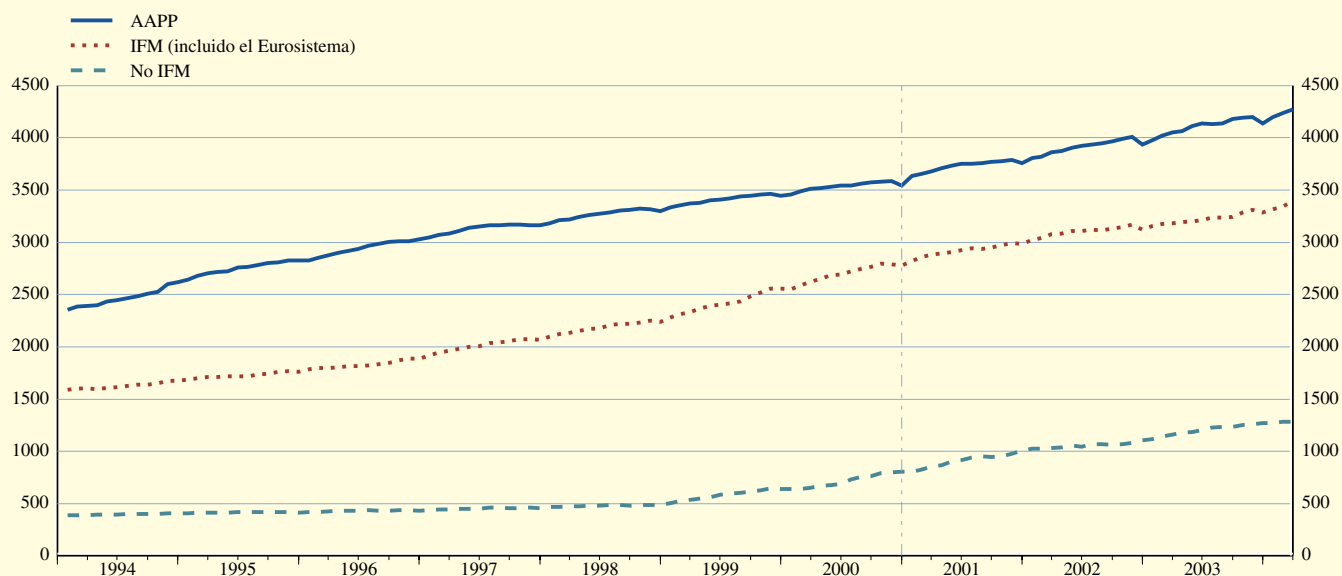
1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
	1	2	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP	7	8	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	Total											
2003 Mar	8.396,3	3.184,4	587,6	571,5	3.860,9	192,0	91,2	85,6	84,2	87,6	97,2	96,0
Abr	8.439,2	3.195,8	600,5	576,2	3.870,8	196,0	91,4	85,8	84,9	87,8	97,3	95,7
May	8.498,6	3.198,6	602,4	583,8	3.914,9	198,9	91,6	86,0	85,5	88,2	97,4	95,7
Jun	8.550,7	3.209,8	620,0	585,5	3.932,1	203,3	91,5	85,8	85,6	88,2	97,3	95,7
Jul	8.598,7	3.237,7	638,8	588,2	3.929,3	204,7	91,4	85,7	85,5	88,0	97,3	95,5
Ago	8.611,9	3.238,2	643,1	591,4	3.934,8	204,5	91,3	85,6	85,2	87,8	97,2	95,4
Sep	8.657,3	3.244,1	651,3	583,5	3.969,1	209,3	91,4	85,5	86,3	88,1	97,4	95,5
Oct	8.730,8	3.285,4	662,7	588,9	3.980,9	212,9	91,3	85,3	86,6	88,0	97,4	95,5
Nov	8.768,2	3.307,5	670,5	589,2	3.983,5	217,4	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
Dic	8.692,8	3.283,0	685,0	588,1	3.918,4	218,4	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 Ene	8.786,3	3.316,3	685,9	587,4	3.974,6	222,1	91,5	85,4	87,7	87,9	97,6	95,5
Feb	8.862,9	3.343,7	694,5	590,4	4.006,1	228,2	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
Mar	8.951,4	3.395,9	695,7	587,5	4.041,3	231,1	91,4	85,2	87,8	87,7	97,4	95,5
	Largo plazo											
2003 Mar	7.517,8	2.790,9	578,5	467,7	3.492,4	188,3	91,4	86,4	84,0	86,0	97,0	96,1
Abr	7.544,0	2.800,3	591,8	471,5	3.488,2	192,2	91,5	86,4	84,7	86,2	97,2	95,8
May	7.598,0	2.807,0	594,0	476,8	3.525,4	194,8	91,7	86,7	85,3	86,6	97,3	95,9
Jun	7.670,1	2.830,1	611,3	484,4	3.545,1	199,3	91,6	86,4	85,4	86,8	97,2	95,9
Jul	7.718,9	2.860,5	630,1	486,8	3.541,1	200,3	91,4	86,1	85,3	86,6	97,2	95,7
Ago	7.745,3	2.876,1	634,4	489,8	3.544,4	200,7	91,2	85,8	85,1	86,4	97,1	95,6
Sep	7.797,9	2.887,4	643,3	485,9	3.575,7	205,8	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
Oct	7.850,3	2.919,7	654,6	489,1	3.577,4	209,5	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,7
Nov	7.885,7	2.934,1	662,2	492,0	3.583,4	214,0	91,5	85,8	86,8	86,9	97,4	95,8
Dic	7.861,2	2.923,0	676,0	495,8	3.551,5	214,9	91,6	86,0	87,7	87,2	97,5	95,5
2004 Ene	7.913,7	2.941,4	677,3	491,2	3.585,9	218,0	91,6	85,8	87,5	86,6	97,5	95,6
Feb	7.996,9	2.976,7	686,4	493,8	3.616,4	223,7	91,6	86,0	87,9	86,6	97,5	95,7
Mar	8.065,8	3.024,6	688,0	487,4	3.638,7	227,1	91,4	85,7	87,7	86,2	97,3	95,7

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

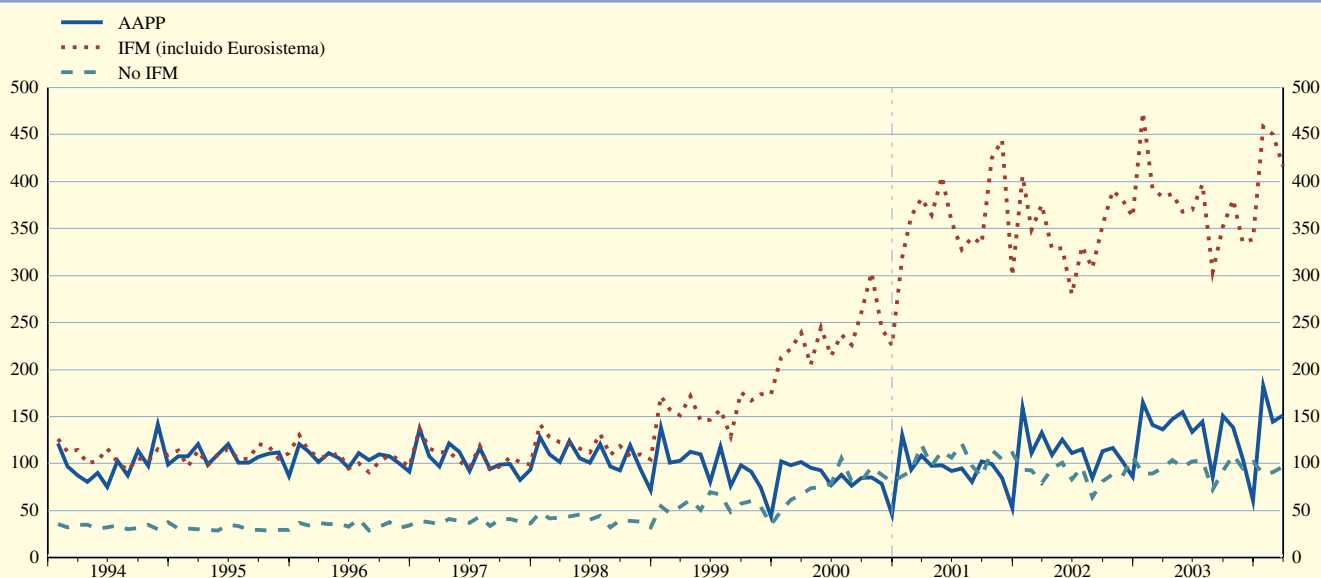
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2003 Mar	615,2	383,2	20,8	74,9	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
Abr	638,1	387,1	22,7	81,0	140,9	6,5	94,4	92,9	94,9	96,4	97,5	86,3
May	619,2	367,7	14,8	81,6	149,2	5,9	93,4	92,2	84,4	94,6	96,8	90,5
Jun	606,1	370,2	23,5	79,1	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
Jul	645,1	397,4	26,6	76,7	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
Ago	461,6	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
Sep	594,9	352,0	22,1	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
Oct	628,7	380,7	21,4	87,9	130,7	8,0	93,8	91,6	95,8	96,3	98,1	94,0
Nov	535,6	335,2	20,5	74,7	97,4	7,8	93,1	91,9	85,7	95,8	96,2	98,2
Dic	501,2	338,7	28,3	73,1	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 Ene	730,6	458,5	8,5	80,7	173,6	9,2	94,3	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
Feb	685,6	450,0	18,4	72,6	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
Mar	664,3	416,1	9,1	87,5	143,5	8,0	93,2	91,6	87,4	97,4	95,5	94,1
Largo plazo												
2003 Mar	162,8	65,8	18,2	10,6	64,4	3,8	90,1	81,9	85,8	98,3	97,9	99,0
Abr	160,3	61,9	19,9	8,4	65,7	4,5	91,4	82,8	94,2	85,3	100,0	81,9
May	175,0	61,7	11,8	12,4	85,6	3,5	92,2	87,9	80,4	84,0	98,2	91,8
Jun	170,7	68,9	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	99,0	97,5	95,2
Jul	185,2	74,5	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	80,1	97,0	87,5
Ago	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,4	88,5	98,7	97,2	91,3
Sep	173,4	65,0	19,0	3,6	78,8	7,1	91,7	79,6	98,6	97,8	99,0	98,8
Oct	167,5	74,9	17,6	10,6	58,9	5,5	92,0	85,0	96,1	89,5	100,0	94,5
Nov	135,7	62,4	16,8	9,7	40,9	5,8	89,4	86,9	84,1	90,2	93,5	99,6
Dic	110,7	61,7	25,0	9,5	11,4	3,2	90,3	88,3	97,6	81,3	98,6	68,1
2004 Ene	180,8	75,1	5,0	7,4	86,9	6,3	91,7	84,8	88,7	80,6	98,2	99,4
Feb	182,9	85,9	15,1	5,7	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	87,5	98,2	99,0
Mar	182,8	94,5	7,2	3,3	72,3	5,6	88,2	82,0	86,7	97,6	95,4	95,7

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

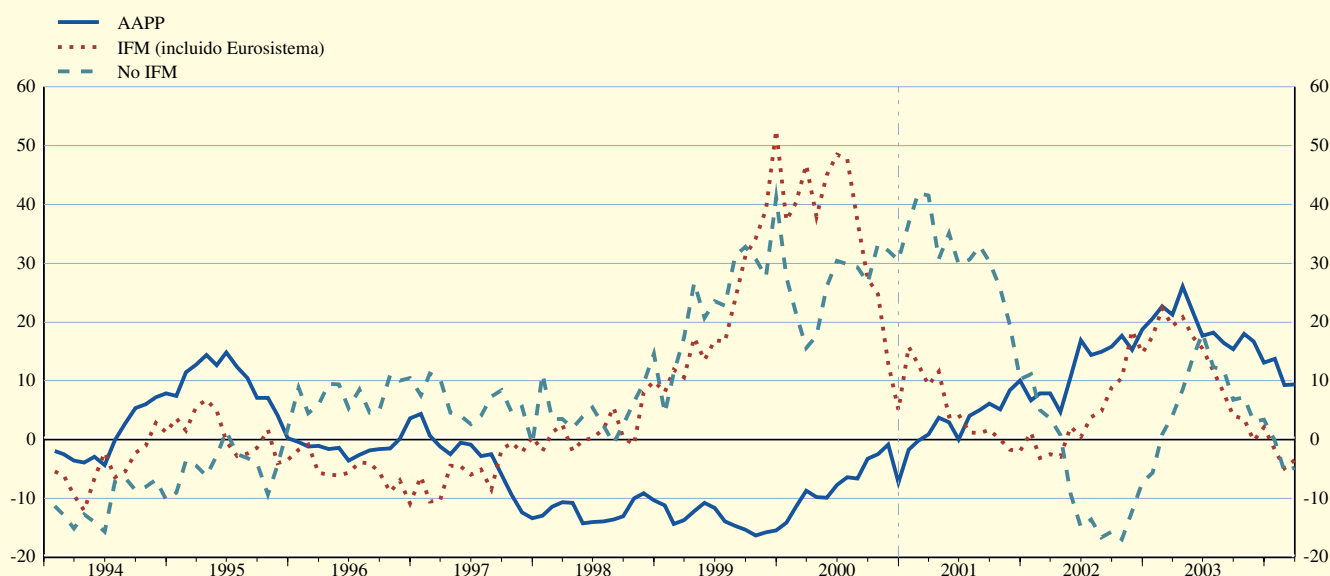
4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Total													
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			Total		IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM	
	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Adminis- tración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
En todas las monedas														
2003 Mar	6,8	109,6	4,9	17,2	27,4	8,0	5,5	4,5	32,0	17,9	126,9	19,3	4,1	28,4
Abr	6,9	110,3	5,1	17,7	27,4	9,0	5,5	4,4	30,8	21,3	129,8	20,9	8,5	20,1
May	6,8	111,4	4,5	17,1	24,7	10,1	5,8	4,9	27,7	18,8	130,9	17,4	14,0	31,0
Jun	6,9	111,9	4,3	18,8	27,4	10,9	5,7	4,7	28,4	16,8	128,0	15,5	18,1	29,0
Jul	7,0	112,5	4,8	18,8	28,4	9,9	5,5	4,7	22,1	14,6	127,9	11,7	12,4	22,9
Ago	6,8	112,4	4,7	19,1	28,1	10,6	5,2	4,4	21,1	12,2	126,2	8,0	11,9	18,6
Sep	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,7	5,7	4,9	23,4	9,3	125,2	4,0	6,7	17,0
Oct	7,2	114,2	5,4	19,2	29,0	9,7	5,4	4,6	21,5	10,3	128,2	3,6	7,3	14,0
Nov	7,0	114,8	5,2	18,6	27,8	9,5	5,2	4,4	23,1	7,3	128,2	-0,2	3,1	9,9
Dic	7,3	114,1	6,1	16,9	23,5	10,1	5,5	4,7	22,4	6,9	120,7	2,1	3,4	20,8
2004 Ene	7,0	115,2	5,8	15,1	23,1	7,0	5,7	4,9	21,9	4,9	127,1	-1,7	-0,2	16,8
Feb	7,0	116,2	6,1	13,9	21,6	5,9	5,7	4,9	21,0	1,0	126,5	-4,9	-5,4	-8,1
Mar	7,0	117,3	7,2	11,6	19,5	3,5	5,6	4,9	20,6	1,8	129,2	-3,4	-4,8	-16,5
En euros														
2003 Mar	6,3	109,0	3,5	19,4	32,3	8,7	5,3	4,3	31,2	18,4	128,7	21,5	2,9	26,6
Abr	6,5	109,8	3,8	20,3	32,9	9,7	5,3	4,4	29,5	23,2	132,4	26,1	7,5	18,4
May	6,5	110,9	3,4	19,9	30,2	10,9	5,6	4,7	26,5	20,4	133,3	20,9	14,0	29,1
Jun	6,5	111,4	3,0	22,2	33,8	12,3	5,5	4,6	27,2	18,1	130,4	18,4	17,6	29,2
Jul	6,7	111,9	3,7	22,0	34,6	11,0	5,2	4,5	20,5	16,7	130,9	15,8	12,2	23,0
Ago	6,5	111,9	3,6	22,4	34,5	11,7	4,9	4,2	19,7	14,8	130,5	13,4	11,2	18,6
Sep	6,6	112,7	3,2	21,7	35,3	9,6	5,5	4,8	21,9	11,4	128,7	8,4	5,9	16,9
Oct	6,9	113,5	4,1	22,7	36,3	10,5	5,3	4,6	20,9	12,5	131,5	7,6	6,8	14,3
Nov	6,8	114,2	4,1	21,7	34,1	10,3	5,1	4,4	22,5	9,3	132,1	3,0	2,4	9,6
Dic	7,0	113,4	4,9	19,2	27,6	10,8	5,5	4,7	21,4	8,8	123,9	5,5	3,0	19,2
2004 Ene	6,8	114,5	4,8	16,9	27,0	7,1	5,7	5,0	21,2	5,9	130,2	-0,7	-0,9	16,5
Feb	6,9	115,6	5,3	15,9	26,0	5,9	5,8	5,1	20,3	1,9	129,5	-3,8	-5,8	-8,6
Mar	6,8	116,5	6,3	13,1	23,5	2,9	5,6	4,9	19,7	2,6	132,0	-2,4	-5,1	-17,6

C16 Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanuales)



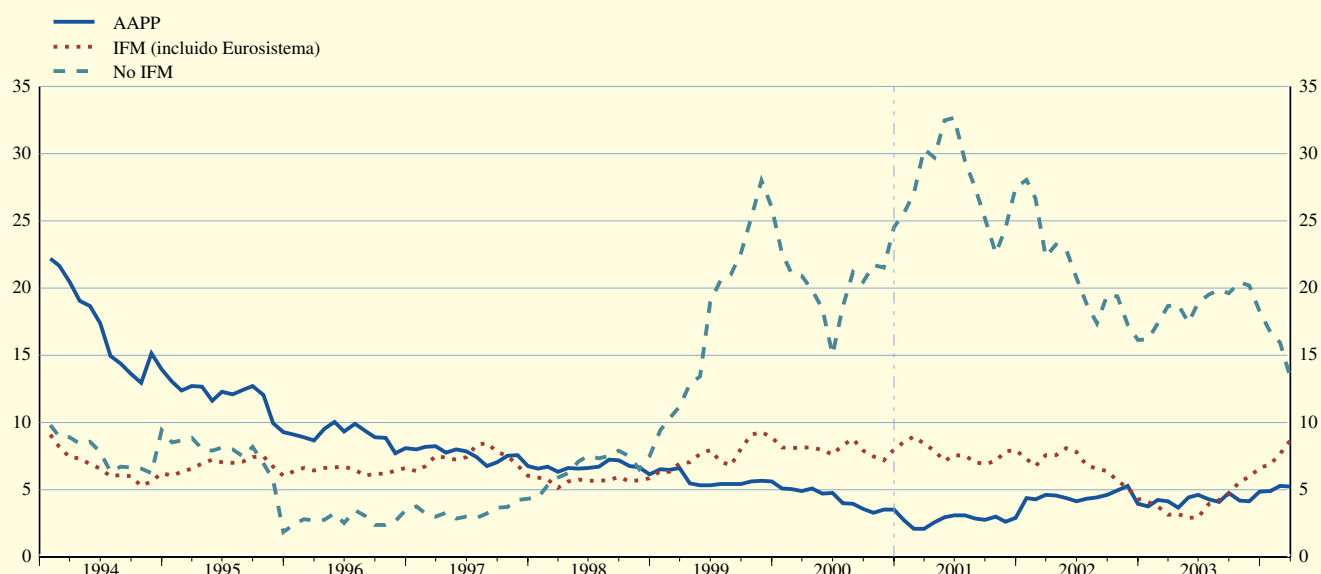
Fuente: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Adminis- tración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Adminis- tración Central	Otras AAPP	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
En todas las monedas													
2,3	21,2	21,4	5,7	5,6	107,9	3,1	18,7	27,4	9,3	4,2	3,0	32,6	2003 Mar
7,6	26,0	26,1	18,1	5,4	108,4	3,2	18,8	27,5	9,2	3,7	2,5	31,1	Abr
12,8	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,6	9,5	4,4	3,4	27,8	May
17,3	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,3	9,7	4,6	3,5	28,7	Jun
11,6	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,5	9,5	4,3	3,5	22,2	Jul
11,4	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,8	28,2	10,5	4,1	3,2	21,6	Ago
6,0	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,6	28,8	9,3	4,8	3,8	23,6	Sep
6,7	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,8	5,6	20,4	29,3	10,3	4,2	3,3	22,0	Oct
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,2	28,1	11,0	4,1	3,2	23,7	Nov
1,9	13,1	13,3	-5,6	7,3	113,4	6,6	18,3	23,5	11,8	4,8	3,9	23,0	Dic
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	16,7	23,1	8,9	4,9	4,0	21,8	2004 Ene
-5,2	9,3	9,2	21,1	7,6	115,2	7,7	16,0	22,1	8,4	5,3	4,5	21,0	Feb
-3,7	9,4	9,4	9,6	7,6	116,1	8,7	13,4	20,1	5,1	5,2	4,4	20,8	Mar
En euros													
1,2	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,7	32,4	10,8	4,0	2,8	32,0	2003 Mar
6,7	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,0	33,1	10,4	3,5	2,4	29,9	Abr
12,9	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,3	10,5	4,1	3,1	26,7	May
16,7	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,3	22,8	33,8	11,3	4,3	3,3	27,4	Jun
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,8	11,0	4,0	3,2	20,7	Jul
10,6	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,7	34,7	12,0	3,8	3,0	20,1	Ago
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,6	10,7	4,6	3,7	22,0	Sep
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,6	36,6	11,5	4,1	3,2	21,4	Oct
1,8	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,0	34,5	12,3	4,0	3,1	23,0	Nov
1,6	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	21,0	27,7	12,9	4,7	3,9	21,9	Dic
-2,2	13,9	13,7	40,2	6,9	113,0	5,5	19,0	27,1	9,3	5,0	4,1	21,0	2004 Ene
-5,6	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,5	26,6	8,7	5,4	4,6	20,3	Feb
-4,0	9,0	9,1	4,1	7,3	115,0	7,4	15,4	24,3	4,6	5,3	4,5	20,0	Mar

C17 Valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas (tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

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

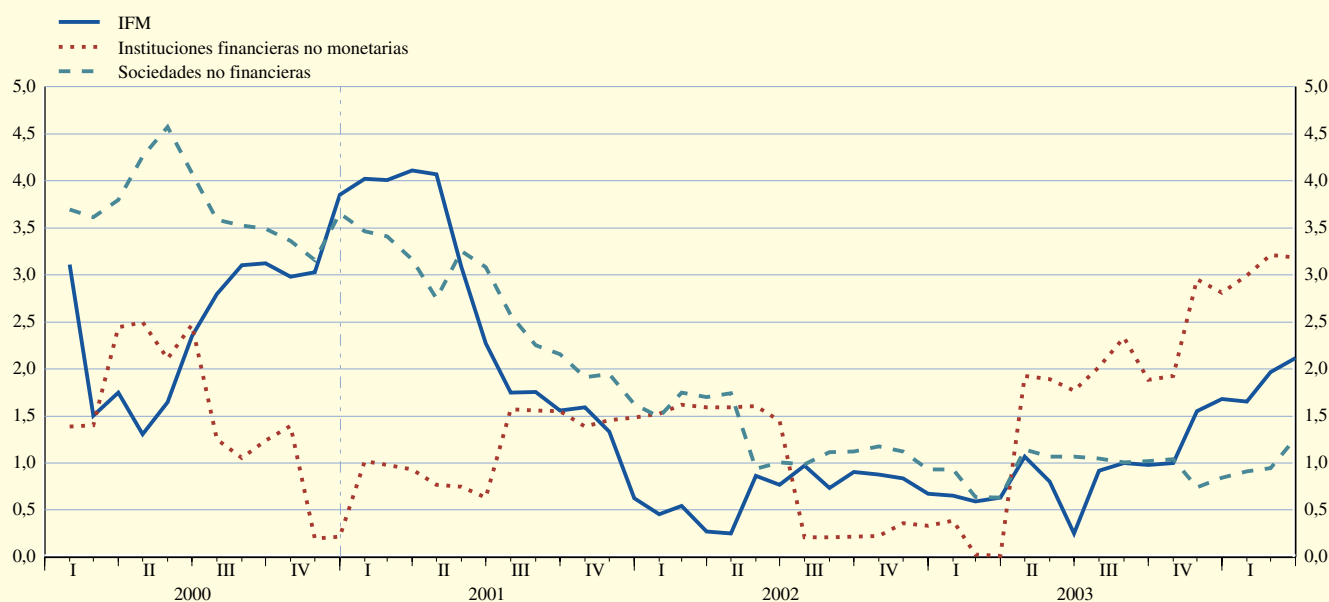
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas crecimiento inter- anuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total interanuales (%)	Tasas de crecimiento interanuales (%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Mar	4.754,7	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.552,8	1,7
Abr	4.571,1	100,3	1,5	678,1	0,2	517,4	1,6	3.375,5	1,7
May	4.433,2	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.282,1	0,9
Jun	4.119,4	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,5	3.041,2	1,0
Jul	3.710,9	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.800,7	1,0
Ago	3.521,3	100,6	1,0	521,7	0,7	371,1	0,2	2.628,6	1,1
Sep	2.982,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.293,9	1,1
Oct	3.252,7	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.484,5	1,2
Nov	3.436,6	100,8	1,0	487,4	0,8	345,9	0,4	2.603,3	1,1
Dic	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 Ene	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,7	261,1	0,4	2.291,4	0,9
Feb	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
Mar	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
Abr	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
May	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
Jun	3.256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
Jul	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
Ago	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
Sep	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
Oct	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
Nov	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
Dic	3.647,3	102,0	1,2	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,2	0,8
2004 Ene	3.788,5	102,0	1,2	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,0	0,9
Feb	3.851,9	102,1	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,7	0,9
Mar	3.766,4	102,4	1,6	571,9	2,1	355,0	3,2	2.839,5	1,3

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

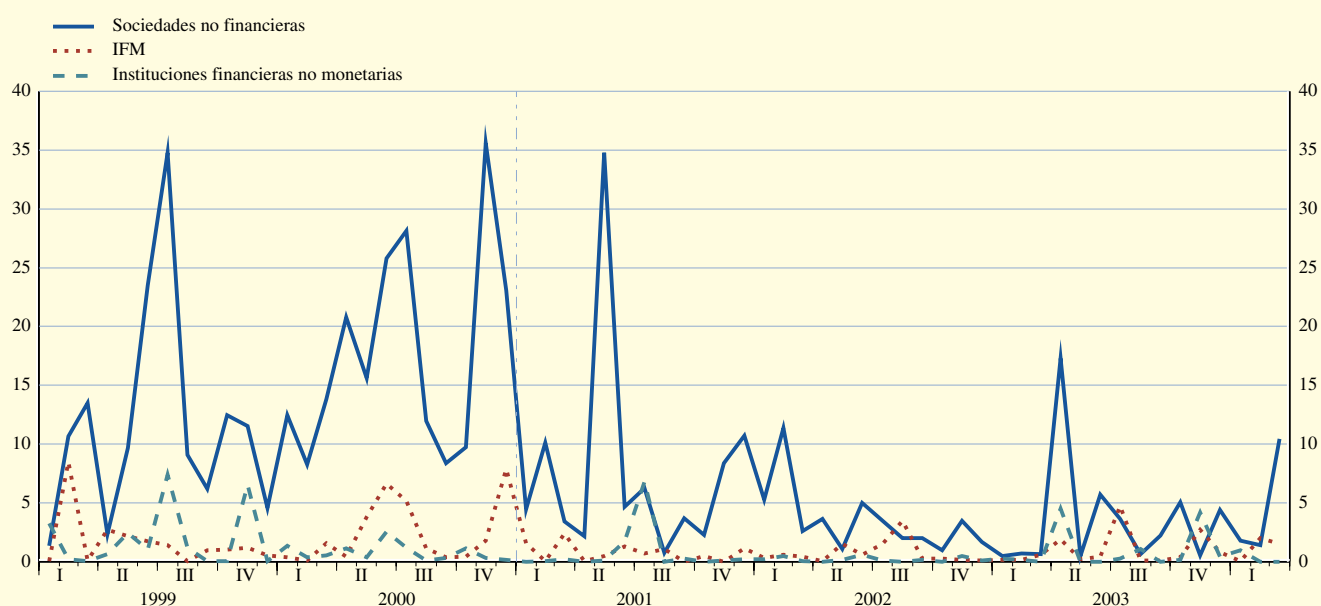
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2002 Mar	3,1	2,3	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
Abr	3,7	0,5	3,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,3
May	2,7	0,3	2,4	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,3	0,8
Jun	6,2	0,5	5,6	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,5	4,5
Jul	5,1	1,3	3,8	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,3	3,2
Ago	5,5	5,1	0,3	3,5	3,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	0,7
Sep	2,4	0,5	1,9	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,4	1,7
Oct	1,2	0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,8
Nov	4,1	0,8	3,3	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,4	3,1
Dic	1,9	0,6	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,5	1,2
2003 Ene	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Feb	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
Mar	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
Abr	23,7	4,7	19,0	1,9	0,2	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,5	12,8
May	0,7	2,1	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,2
Jun	6,1	5,0	1,1	0,4	2,7	-2,2	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
Jul	8,6	1,8	6,8	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
Ago	1,8	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,0	-0,3
Sep	2,3	1,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,3	1,9
Oct	5,5	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,0	3,7	1,3
Nov	7,5	5,3	2,1	2,7	0,1	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,0	-4,4
Dic	5,6	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,5	3,9
2004 Ene	2,8	0,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9	1,8	0,9	0,9
Feb	3,4	0,6	2,9	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,1
Mar	12,0	1,2	10,8	1,5	0,0	1,5	0,0	0,2	-0,1	10,5	1,0	9,4

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponible con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Abr	0,84	2,25	2,54	2,80	2,31	3,14	1,11	2,43	2,37	3,29	2,48
May	0,84	2,23	2,38	2,65	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
Jun	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	0,99	2,10	2,18	3,05	2,14
Jul	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,80	2,03
Ago	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,98
Sep	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
Oct	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,98	2,23	3,89	1,99
Nov	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,70	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,88	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Ene	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,95	1,99	2,07	3,12	1,95
Feb	0,69	1,87	2,16	2,45	2,02	2,63	0,88	1,98	2,25	3,58	1,98
Mar	0,70	1,92	2,14	2,33	2,00	2,59	0,86	1,96	2,11	3,30	1,98

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 Abr	9,89	7,46	6,99	8,32	8,16	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
May	9,86	7,63	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
Jun	9,89	7,11	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
Jul	9,76	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,10	4,95	4,98
Ago	9,74	7,70	6,84	8,27	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
Sep	9,75	7,44	6,89	8,04	8,02	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
Oct	9,72	7,20	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
Nov	9,64	7,57	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,42	4,15	5,25	5,17
Dic	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,62	4,17	5,02	4,95	4,46	3,84	5,00	5,08
2004 Ene	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,62	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16
Feb	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,21	4,97	4,84	4,35	4,10	5,07	5,05
Mar	9,72	7,34	6,80	8,28	8,00	3,47	4,13	4,86	4,78	4,29	3,94	5,05	4,96

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2003 Abr	5,85	4,57	4,89	5,04	3,50	3,69	4,59
May	5,82	4,47	4,86	4,96	3,40	3,57	4,39
Jun	5,68	4,20	4,60	4,89	3,14	3,39	4,18
Jul	5,56	4,16	4,58	4,73	3,08	3,15	4,01
Ago	5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,35	4,36
Sep	5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,29
Oct	5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
Nov	5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,23
Dic	5,57	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 Ene	5,66	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
Feb	5,62	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
Mar	5,56	3,89	4,79	4,77	2,93	3,31	4,39

Fuente: BCE.

1) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

2) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

3) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Abr	0,84	2,39	3,55	2,31	3,14	1,11	2,53	4,62	2,44
May	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
Jun	0,76	2,18	3,48	2,23	3,01	0,99	2,26	4,45	2,19
Jul	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
Ago	0,68	2,04	3,43	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
Sep	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
Oct	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,88	2,12	4,33	2,03
Nov	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
Dic	0,69	1,97	3,54	2,01	2,68	0,88	2,15	4,25	1,98
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,95	2,09	4,26	1,95
Feb	0,69	1,94	3,42	2,02	2,63	0,88	2,08	4,20	1,97
Mar	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,07	4,17	1,93

5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

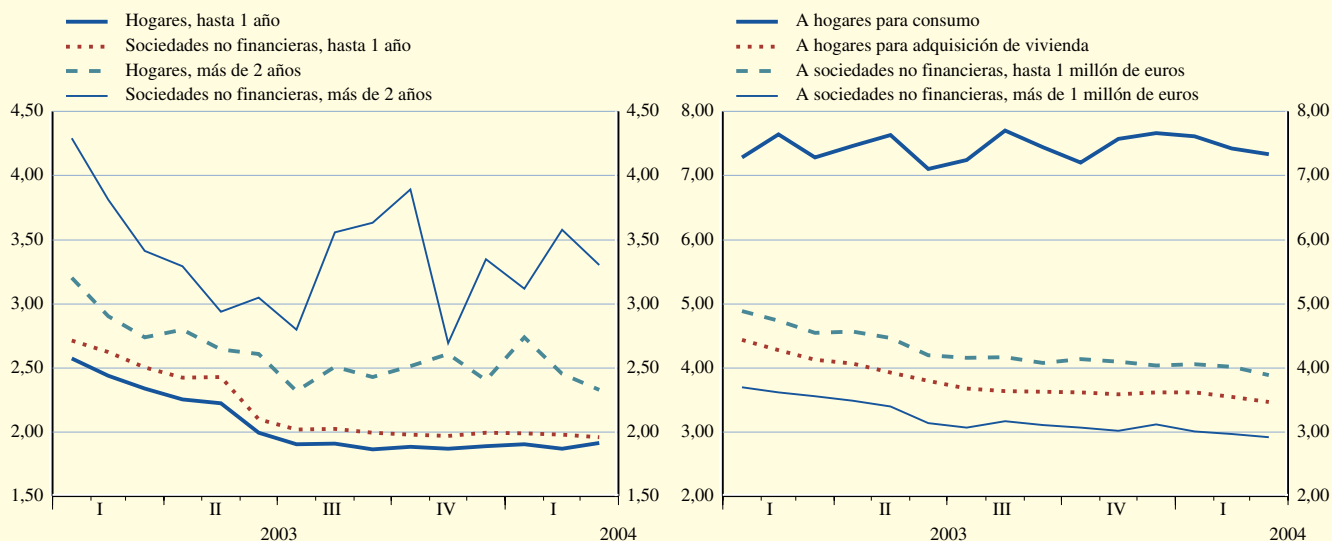
	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Abr	5,33	5,26	5,49	8,52	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
May	5,26	5,23	5,44	8,50	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
Jun	5,22	5,13	5,40	8,40	7,37	6,03	4,72	4,47	4,90
Jul	5,13	5,07	5,31	8,33	7,28	5,96	4,60	4,32	4,80
Ago	5,03	4,99	5,25	8,29	7,23	6,07	4,54	4,21	4,74
Sep	4,96	4,95	5,24	8,31	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
Oct	4,96	4,92	5,20	8,13	7,13	5,85	4,55	4,12	4,71
Nov	4,97	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,52	4,18	4,67
Dic	4,96	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,53	4,23	4,66
2004 Ene	4,90	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,55	4,07	4,56
Feb	4,87	4,90	5,11	8,13	7,16	5,95	4,60	4,06	4,58
Mar	4,84	4,76	5,04	8,05	7,16	5,89	4,56	3,96	4,61

C20 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



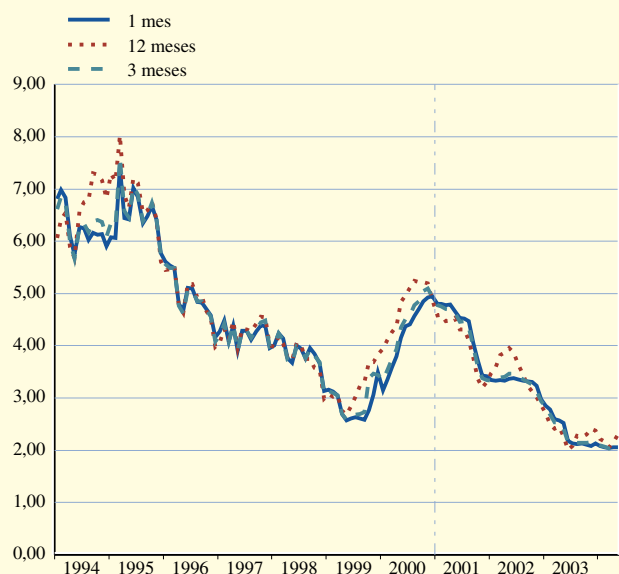
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

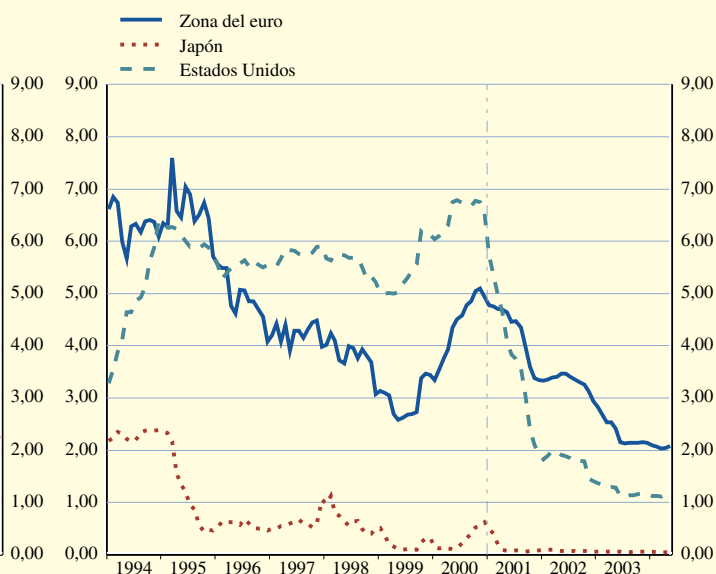
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2003 I	2,77	2,75	2,69	2,60	2,55	1,33	0,06
II	2,44	2,43	2,37	2,29	2,25	1,24	0,06
III	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 I	2,02	2,06	2,06	2,07	2,14	1,12	0,05
2003 May	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
Jun	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
Jul	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
Ago	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
Sep	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
Oct	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
Nov	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
Dic	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06
2004 Ene	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06
Feb	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
Mar	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
Abr	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
May	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05

C22 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C23 Tipos a tres meses del mercado monetario (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

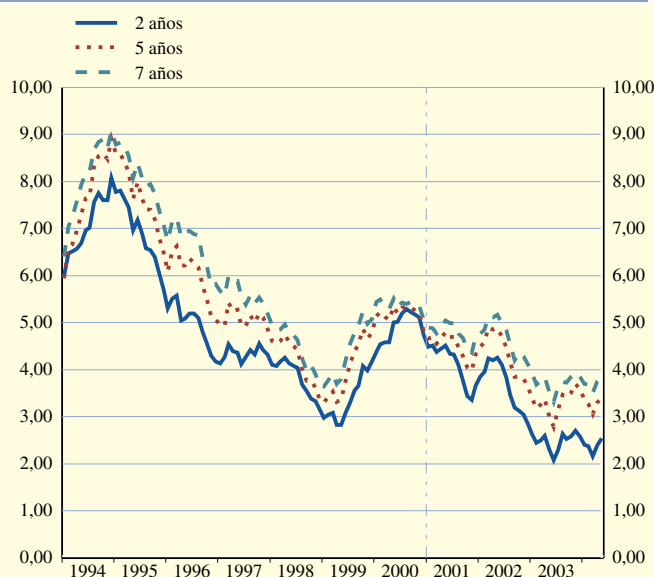
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2003 I	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
II	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
2003 May	2,31	2,53	3,02	3,54	3,92	3,56	0,57
Jun	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
Jul	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
Ago	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
Sep	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
Oct	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
Nov	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
Dic	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35
2004 Ene	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33
Feb	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
Mar	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
Abr	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
May	2,55	2,89	3,40	3,87	4,39	4,70	1,49

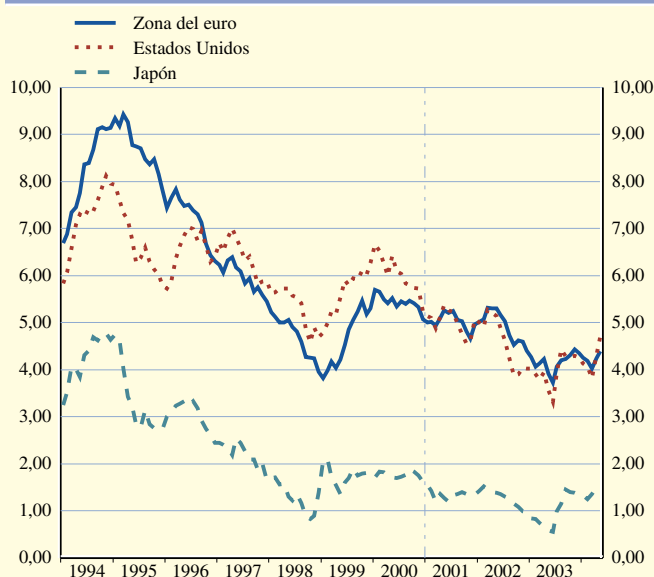
C24 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C25 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

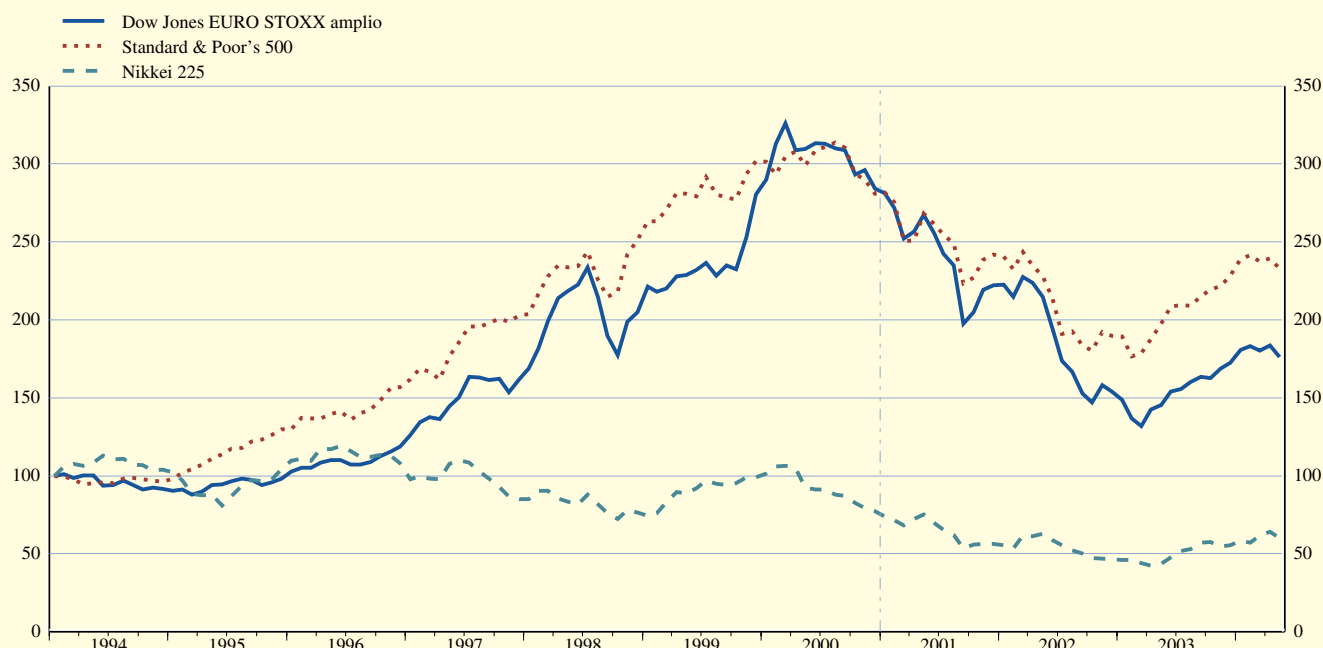
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos											
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.404,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2003 I	193,5	2.217,4	192,4	122,9	202,4	250,0	174,8	188,9	235,6	198,3	311,4	288,8	861,2	8.427,5
II	204,3	2.339,9	198,2	126,7	204,2	255,1	189,7	199,2	260,3	208,5	329,9	303,7	937,0	8.295,4
III	221,7	2.511,5	225,1	144,5	212,8	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1.000,4	10.063,2
IV	232,9	2.613,7	233,5	155,2	219,0	266,7	221,9	240,2	317,4	219,6	360,5	320,0	1.057,0	10.423,3
2004 I	251,5	2.845,3	244,9	163,8	226,7	279,9	240,3	257,0	352,9	248,6	405,1	366,5	1.132,6	10.995,7
2003 May	202,0	2.303,0	196,4	124,9	202,3	249,6	187,4	198,5	258,2	208,3	324,9	304,2	935,8	8.122,1
Jun	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
Jul	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
Ago	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
Sep	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
Oct	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
Nov	233,9	2.618,1	237,5	156,8	222,1	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,1	10.205,4
Dic	239,4	2.700,3	241,5	158,8	216,3	274,6	229,9	247,8	319,8	230,7	374,1	331,1	1.081,2	10.315,9
2004 Ene	250,6	2.839,1	250,3	164,8	222,0	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,6	10.876,4
Feb	253,9	2.874,8	244,7	165,1	229,5	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,8	10.618,6
Mar	250,2	2.825,6	240,0	161,6	228,9	286,2	235,8	253,8	351,0	254,2	398,8	379,0	1.124,0	11.437,8
Abr	254,9	2.860,2	247,6	167,2	231,0	300,0	241,0	262,5	321,0	264,5	401,8	389,3	1.133,4	11.962,8
May	244,4	2.728,7	240,3	161,5	225,7	297,8	228,8	251,0	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,7	11.141,0

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO



5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

	Total				Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2003 I	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,9	0,1	4,4	0,5
II	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,8	0,5	0,2	-2,9	0,6
III	113,4	2,0	1,7	2,5	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
IV	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 I	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2003 Dic	114,2	2,0	1,8	2,3	0,1	0,2	-0,4	0,1	-0,2	0,2
2004 Ene	114,0	1,9	1,3	2,5	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,3
Feb	114,2	1,6	1,0	2,6	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,3
Mar	115,0	1,7	1,1	2,5	0,3	1,2	0,0	0,0	1,3	0,2
Abr	115,5	2,0	1,8	2,5	0,3	0,1	-0,2	0,3	1,1	0,2
May ³⁾	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ²⁾	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2003 I	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	2,1	3,2	-0,8	3,0	3,7
II	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	2,1	3,0	-0,5	2,9	3,5
III	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
IV	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 I	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
2003 Dic	3,6	3,8	3,2	0,9	0,7	1,8	2,3	1,9	2,7	-0,7	2,3	3,2
2004 Ene	3,1	3,3	2,9	0,4	0,6	-0,4	2,3	1,9	2,3	-0,8	2,4	4,8
Feb	2,7	3,2	1,9	0,2	0,8	-2,2	2,4	1,9	2,4	-1,0	2,5	4,9
Mar	3,1	4,1	1,7	0,1	0,7	-2,0	2,3	1,9	2,7	-1,3	2,4	4,8
Abr	3,0	3,9	1,6	1,2	1,0	2,0	2,3	1,8	3,0	-1,7	2,2	4,8

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En el año 2004. La suma de las ponderaciones de los componentes puede que no coincida con el total debido al redondeo.

3) Estimación basada en los primeros datos publicados por Alemania e Italia (y, si están disponibles, por otros Estados miembros), así como en información preliminar sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

	Precios industriales											Precios de materias primas en los mercados mundiales ¹⁾		Precios del petróleo ²⁾ (euros por barril)	
	Industria, excluida construcción									Construcción ³⁾	Industria manufacturera				
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía						Total
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo						Total excluida energía			
						Total	Duradero	No duradero							
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	100,0	5,3	2,6	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	17,2	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0	
2001	102,1	2,1	1,8	1,2	0,8	3,0	1,9	3,2	2,7	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8	
2002	102,0	-0,1	0,4	-0,3	0,8	1,3	1,5	1,2	-2,0	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5	
2003	103,6	1,6	0,8	0,8	0,3	1,1	0,5	1,2	4,1	2,2	1,0	-4,0	-4,5	25,1	
2003 I	103,9	2,4	1,2	1,6	0,2	1,4	0,8	1,5	7,6	2,2	2,2	9,1	-3,2	28,4	
II	103,4	1,5	1,0	1,2	0,3	1,2	0,5	1,3	2,8	2,6	0,7	-13,7	-7,9	22,7	
III	103,4	1,2	0,6	0,0	0,4	1,0	0,4	1,0	3,5	2,1	0,5	-6,5	-5,8	25,1	
IV	103,6	1,1	0,7	0,3	0,4	0,9	0,3	1,0	2,5	2,3	0,5	-4,2	-1,2	24,5	
2004 I	104,2	0,3	0,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,8	-2,3	.	0,1	-2,5	9,8	25,0	
2003 Dic	103,6	1,0	0,6	0,4	0,4	0,6	0,3	0,7	2,1	-	0,4	-5,0	-0,2	24,0	
2004 Ene	103,9	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,1	0,6	-1,2	-	0,2	-5,5	5,1	24,2	
Feb	104,1	0,0	0,7	0,9	0,5	0,6	0,1	0,7	-3,2	-	-0,1	-8,4	7,2	24,1	
Mar	104,7	0,4	1,2	1,5	0,4	0,9	0,3	1,0	-2,6	-	0,3	6,8	17,2	26,7	
Abr	105,1	1,4	1,4	2,2	0,6	0,9	0,4	1,0	1,5	-	1,6	23,1	19,7	27,6	
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,9	21,1	30,9	

3. Costes laborales por hora⁵⁾

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	3,0	3,3	2,2	3,3	3,3	2,8	2,2
2001	103,3	3,3	3,5	2,9	3,1	3,6	3,6	2,6
2002	106,9	3,5	3,3	3,8	3,2	3,5	3,6	2,7
2003	110,0	2,9	2,8	3,3	3,2	3,3	2,7	2,4
2003 I	108,9	3,1	2,9	3,7	3,2	3,0	2,6	2,7
II	109,7	3,2	3,1	3,7	3,8	3,9	3,2	2,4
III	110,4	2,8	2,7	3,0	3,1	3,1	2,7	2,4
IV	111,0	2,6	2,5	2,8	2,8	3,0	2,4	2,2
2004 I	.	.	.	.	.	.	.	2,3

Fuentes: Eurostat, HWWA (columnas 12 y 13), Thomson Financial Datastream (columna 14), cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 6 del cuadro 5.1.2 y columna 7 del cuadro 5.1.3) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5.1.3).

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, 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- tureras y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividad inmobiliaria de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2000	100,0	1,4	0,9	0,0	1,8	-0,2	3,9	1,8
2001	102,6	2,6	2,8	2,6	4,2	0,8	3,4	2,7
2002	104,8	2,2	-0,4	0,9	3,1	2,0	3,3	2,5
2003	107,0	2,0	4,3	1,5	3,2	1,7	1,9	2,1
2002 IV	105,5	1,5	2,8	-0,2	3,0	1,1	3,0	1,7
2003 I	106,4	1,9	1,2	0,7	3,7	1,5	2,6	2,1
II	107,1	2,5	6,3	2,7	3,7	2,2	2,5	2,0
III	107,3	2,2	5,5	2,0	3,0	1,2	1,0	2,9
IV	107,1	1,5	4,1	0,5	2,5	2,0	1,6	1,3
	Compensación por asalariado							
2000	100,0	2,7	2,2	3,4	2,5	1,8	2,2	2,7
2001	102,8	2,8	2,3	2,7	3,1	2,6	2,4	3,1
2002	105,4	2,5	2,5	2,6	2,9	2,6	2,1	2,7
2003	107,9	2,3	2,3	3,5	3,1	1,8	1,8	2,2
2002 IV	106,3	2,4	2,6	3,2	2,7	2,5	2,1	1,8
2003 I	107,1	2,5	1,1	3,6	2,6	2,1	2,1	2,1
II	107,7	2,5	3,8	3,7	3,7	2,3	2,3	1,7
III	108,3	2,4	1,8	3,5	3,2	1,3	1,3	3,1
IV	108,5	2,0	2,5	3,2	3,1	1,4	1,6	1,9
	Productividad del trabajo ²⁾							
2000	100,0	1,3	1,2	3,4	0,7	2,1	-1,6	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,1	-1,0	1,8	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,8	1,7	-0,2	0,6	-1,2	0,2
2003	100,9	0,3	-1,9	1,9	-0,1	0,0	-0,1	0,1
2002 IV	100,8	0,9	-0,2	3,5	-0,4	1,3	-0,9	0,1
2003 I	100,7	0,6	-0,1	2,8	-1,0	0,6	-0,5	0,0
II	100,5	0,0	-2,4	0,9	-0,1	0,1	-0,2	-0,3
III	101,0	0,2	-3,5	1,4	0,2	0,1	0,3	0,2
IV	101,3	0,5	-1,6	2,7	0,5	-0,6	0,0	0,5

5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones ³⁾	Importaciones ³⁾
			Total	Consumo privado	Consumo público		
	1	2	3	4	5	6	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	8,5
2001	102,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,0	0,8
2002	105,1	2,6	2,2	2,4	2,1	1,9	-1,6
2003	106,9	1,7	1,5	2,0	2,2	1,4	-1,2
2003 I	106,1	1,7	1,7	2,3	2,1	1,7	0,1
II	106,6	1,7	1,4	1,9	2,1	1,5	-1,8
III	107,2	1,7	1,5	1,9	2,8	1,4	-1,5
IV	107,7	1,8	1,5	1,9	1,6	1,1	-1,4
2004 I	108,2	1,9	1,4	1,9	1,7	1,4	-1,9

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 ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ¹⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2000	6.576,1	6.519,5	3.762,6	1.306,9	1.420,2	29,7	56,6	2.448,9	2.392,2
2001	6.842,6	6.729,1	3.918,6	1.371,3	1.443,7	-4,5	113,4	2.564,6	2.451,2
2002	7.079,4	6.900,4	4.031,8	1.442,5	1.430,5	-4,3	179,0	2.596,5	2.417,5
2003	7.236,4	7.087,1	4.152,8	1.502,5	1.439,8	-8,0	149,3	2.585,2	2.435,9
2003 I	1.791,6	1.759,8	1.032,0	369,4	358,9	-0,5	31,8	646,2	614,4
II	1.798,4	1.762,7	1.033,7	373,5	358,7	-3,3	35,6	636,5	600,8
III	1.816,0	1.772,6	1.040,2	380,1	359,7	-7,4	43,5	649,6	606,2
IV	1.830,4	1.792,0	1.046,8	379,5	362,5	3,2	38,4	652,9	614,5
2004 I	1.849,9	1.803,4	1.059,3	381,1	364,7	-1,6	46,4	664,9	618,5
en porcentaje del PIB									
2003	100,0	97,9	57,4	20,8	19,9	-0,1	2,1	-	-
Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)									
tasas de variación intertrimestrales									
2003 I	0,0	0,4	0,4	0,4	-0,7	-	-	-1,4	-0,2
II	-0,1	0,1	-0,1	0,6	-0,3	-	-	-0,9	-0,5
III	0,4	0,0	0,1	0,7	0,0	-	-	2,3	1,3
IV	0,4	0,7	0,1	0,4	0,6	-	-	0,1	1,1
2004 I	0,6	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-	-	1,7	0,8
tasas de variación interanuales									
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,8	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,4	0,5	3,0	-2,8	-	-	1,5	0,3
2003	0,5	1,2	1,0	2,0	-0,8	-	-	0,1	1,9
2003 I	0,7	1,5	1,6	2,0	-1,7	-	-	1,7	3,9
II	0,1	1,0	1,0	1,8	-0,5	-	-	-1,2	1,0
III	0,4	0,9	0,8	1,9	-0,6	-	-	-0,1	1,3
IV	0,7	1,3	0,6	2,1	-0,4	-	-	0,1	1,7
2004 I	1,3	1,0	0,7	1,4	0,2	-	-	3,2	2,7
contribuciones a las tasas de variación interanuales del PIB en puntos porcentuales									
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,0	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,3	0,6	-0,6	0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,1	0,6	0,4	-0,2	0,3	-0,7	-	-
2003 I	0,7	1,4	0,9	0,4	-0,3	0,5	-0,7	-	-
II	0,1	1,0	0,6	0,4	-0,1	0,2	-0,8	-	-
III	0,4	0,9	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,5	-	-
IV	0,7	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,5	-	-
2004 I	1,3	1,0	0,4	0,3	0,0	0,2	0,3	-	-

Fuente: Eurostat.

1) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2) 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 7.3.1.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.655,0	1.299,6	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,4	1.350,6	1.729,9	1.359,7	222,1	712,9
2002	6.561,3	149,5	1.425,8	362,7	1.385,9	1.810,2	1.427,2	227,6	745,8
2003	6.733,3	152,4	1.439,9	373,9	1.413,9	1.873,5	1.479,7	234,1	737,2
2003 I	1.664,4	37,5	360,4	92,0	348,3	461,1	365,1	57,7	185,0
II	1.673,4	37,5	356,0	93,0	352,9	466,3	367,9	58,7	183,6
III	1.693,2	38,4	360,5	93,7	355,9	470,9	373,8	59,0	181,8
IV	1.702,3	39,2	362,9	95,2	356,8	475,2	372,9	58,7	186,9
2004 I	1.718,6	38,3	366,9	96,2	358,3	481,7	377,1	58,5	189,8
en porcentaje del valor añadido									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)									
tasas de variación intertrimestrales									
2003 I	0,0	-1,2	0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,1	-0,4	-0,7
II	-0,1	-2,2	-0,9	0,1	0,3	0,3	0,2	0,8	0,1
III	0,5	-0,3	0,7	-0,1	0,7	0,6	0,3	1,4	-0,2
IV	0,3	1,6	0,5	0,2	-0,3	0,3	0,5	-0,6	0,9
2004 I	0,5	2,4	1,0	-0,5	0,4	0,5	0,1	-0,8	0,5
tasas de variación interanuales									
2000	3,8	-0,3	4,0	2,5	5,2	4,3	2,5	7,1	1,8
2001	1,9	-1,2	0,5	-0,6	3,3	2,8	1,7	4,6	0,2
2002	1,0	0,8	0,3	-1,0	0,9	1,2	2,1	0,0	-0,6
2003	0,6	-3,4	0,0	-0,5	0,6	1,1	1,1	1,9	0,3
2003 I	0,8	-2,4	1,0	-1,7	0,7	1,1	1,4	1,6	0,3
II	0,2	-4,5	-1,0	-0,1	0,5	0,8	0,9	2,4	0,8
III	0,5	-4,7	-0,6	-0,2	0,9	1,3	1,0	2,6	0,0
IV	0,8	-2,1	0,7	-0,1	0,5	1,3	1,1	1,1	0,1
2004 I	1,2	1,5	1,3	-0,2	1,1	1,6	1,1	0,7	1,3
contribuciones a las tasas de variación interanuales del valor añadido en puntos porcentuales									
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2003 I	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	-	-
II	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
III	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
IV	0,8	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 I	1,2	0,0	0,3	0,0	0,3	0,4	0,2	-	-

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 interanuales, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción	Industria manufacturera
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,1	1,7	6,1	0,8	1,9	2,5	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,6	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,8	0,2
2002	-0,5	99,9	-0,5	-0,7	0,1	-1,5	-0,5	-5,7	0,5	1,0	0,6	-0,7
2003	0,2	100,3	0,4	0,0	0,4	0,0	-0,7	-4,1	-0,1	3,0	-0,1	0,1
2003 I	0,6	100,2	0,9	0,5	1,1	1,0	-1,2	-5,7	-0,3	4,6	-2,2	0,6
II	-0,6	99,7	-0,8	-1,3	-0,7	-1,8	-1,7	-6,1	-0,8	2,1	0,7	-1,2
III	-0,3	100,3	-0,1	-0,6	-0,6	-1,1	0,0	-3,3	0,6	2,3	0,3	-0,4
IV	1,1	101,2	1,4	1,4	1,7	2,0	-0,1	-1,3	0,1	2,7	0,6	1,5
2004 I	.	101,2	1,1	1,1	1,3	0,5	1,0	0,8	1,0	1,9	.	1,1
2003 Oct	0,8	101,1	1,3	1,0	1,5	1,3	-0,6	-1,4	-0,4	3,7	-0,2	1,2
Nov	0,5	101,0	0,8	1,0	1,0	1,8	-0,6	-2,8	-0,2	2,6	-0,9	1,0
Dic	1,9	101,3	2,3	2,2	2,8	2,9	1,0	0,6	1,1	1,8	3,3	2,5
2004 Ene	1,1	100,9	0,6	0,7	1,0	0,1	0,3	0,7	0,2	1,4	3,1	0,6
Feb	1,7	101,3	1,0	1,5	2,3	-0,1	0,7	0,4	0,8	0,4	5,9	1,4
Mar	.	101,4	1,6	1,1	0,6	1,2	1,9	1,1	2,0	3,9	.	1,3
	tasas de variación intermensuales (d.)											
2003 Oct	0,9	-	1,3	1,3	1,6	1,7	0,3	1,1	0,1	3,3	0,1	1,3
Nov	0,0	-	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	-0,7	0,4	-3,5	0,1	0,2
Dic	0,4	-	0,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,6	2,5	0,2
2004 Ene	-0,1	-	-0,4	-0,5	-0,6	-1,2	0,0	0,7	-0,2	1,4	-0,2	-0,7
Feb	0,3	-	0,4	0,5	0,5	0,0	0,2	-0,5	0,3	2,5	0,9	0,4
Mar	.	-	0,2	-0,2	-0,8	0,4	0,2	-0,2	0,3	-0,7	.	0,0

4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d.)								Matriculaciones de automóviles		
	Precios corrientes		Precios constantes								
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Total [(d.) miles ²⁾]	Total
% del total ¹⁾	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	
2000	99,9	4,0	100,0	2,1	1,7	2,1	0,9	4,1	977	-1,8	
2001	104,0	4,1	101,7	1,7	1,7	1,6	0,8	-0,1	968	-0,8	
2002	106,0	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4	
2003	107,6	1,5	102,0	0,2	1,3	-0,7	-3,1	-0,2	912	-1,4	
2003 I	107,8	2,7	102,3	0,9	2,5	0,2	-1,9	0,0	899	-2,6	
II	107,4	1,6	102,0	0,7	1,5	-0,4	-1,8	0,0	899	-1,8	
III	107,6	0,9	101,9	-0,4	1,2	-1,8	-5,0	-0,9	926	1,4	
IV	107,8	0,9	101,7	-0,4	-0,1	-0,7	-3,7	-0,1	924	-2,4	
2004 I	108,3	0,5	102,3	0,1	0,0	-0,4	-2,2	1,3	910	0,9	
2003 Nov	107,6	0,9	101,0	-1,5	-1,4	-1,6	-5,4	-1,1	931	0,0	
Dic	107,5	0,7	101,3	-0,1	0,3	-0,3	-3,9	0,4	916	-7,4	
2004 Ene	108,9	1,3	103,1	0,2	0,8	-0,4	-1,6	1,2	904	1,1	
Feb	107,9	-0,3	102,0	-0,5	-1,1	-0,9	-1,5	1,2	917	2,5	
Mar	108,2	0,6	101,8	0,5	0,4	0,0	-3,6	1,5	911	-0,6	
Abr									927	4,6	

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 9 y 10 del cuadro 5.2.4 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores ³⁾					
		Indicador confianza industrial			Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ^{3) 4)}	Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses	
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados							Expectativas de producción
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	114,2	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 I	90,5	-11	-24	10	0	81,2	-19	-5	-23	39	-9
II	91,3	-12	-28	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
III	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
IV	97,8	-7	-22	9	8	81,0	-16	-5	-17	33	-9
2004 I	98,8	-7	-21	10	11	80,5	-14	-4	-13	30	-9
2003 Dic	97,4	-8	-21	10	7	-	-16	-5	-16	31	-10
2004 Ene	98,5	-6	-20	9	10	80,6	-15	-5	-14	31	-9
Feb	98,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
Mar	98,8	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-13	30	-9
Abr	100,2	-4	-16	9	12	80,4	-14	-3	-14	31	-7
May	100,3	-5	-18	7	11	-	-16	-4	-16	33	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	-5	-13	3	-2	-1	17	11	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-27	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-21	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	11
2003 I	-20	-26	-13	-15	-20	17	-9	-6	-16	-11	11
II	-21	-27	-14	-12	-14	18	-5	-2	-12	0	6
III	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
IV	-20	-27	-12	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 I	-20	-29	-10	-8	-12	15	1	11	6	6	20
2003 Dic	-19	-28	-9	-10	-16	16	2	11	7	12	15
2004 Ene	-19	-28	-10	-8	-12	16	3	10	5	8	18
Feb	-21	-32	-9	-9	-11	14	-1	11	7	6	21
Mar	-19	-27	-10	-8	-12	14	1	11	5	5	22
Abr	-17	-24	-10	-6	-7	15	3	11	6	11	16
May	-17	-23	-11	-8	-11	14	2	13	6	12	20

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 20%, el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media.
- 3) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,427	2,2	2,5	0,7	-1,4	0,6	1,9	3,0	6,0	1,6
2001	133,241	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,5	3,8	1,4
2002	133,958	0,5	0,7	-0,2	-1,9	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,130	0,1	0,1	0,3	-1,5	-1,9	-0,3	0,5	1,2	0,9
2002 IV	133,890	0,2	0,3	0,0	-1,9	-1,8	-0,8	-0,3	1,9	1,8
2003 I	133,952	0,1	0,1	0,1	-2,3	-1,9	-0,7	-0,2	1,6	1,4
II	134,077	0,2	0,1	0,5	-1,9	-1,9	0,2	0,4	1,1	1,2
III	134,066	0,1	0,1	0,3	-1,3	-2,0	-0,2	0,9	1,0	0,7
IV	134,161	0,1	0,1	0,1	-0,4	-1,9	-0,5	1,0	1,1	0,5
tasas de variación intertrimestrales (d.)										
2002 IV	0,014	0,0	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,4
2003 I	0,062	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,3
II	0,125	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
III	-0,011	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,7	0,4	0,3	-0,1
IV	0,095	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,2	0,6	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por edad ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,605	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,124	10,5
2001	11,072	8,0	8,541	7,0	2,531	15,7	5,317	6,8	5,755	9,7
2002	11,733	8,4	9,128	7,4	2,606	16,3	5,788	7,3	5,945	9,9
2003	12,474	8,9	9,768	7,8	2,706	17,1	6,239	7,8	6,235	10,2
2003 I	12,362	8,8	9,648	7,8	2,714	17,0	6,168	7,8	6,194	10,2
II	12,497	8,9	9,778	7,8	2,719	17,1	6,247	7,9	6,250	10,2
III	12,505	8,9	9,806	7,9	2,699	17,0	6,259	7,9	6,246	10,2
IV	12,530	8,9	9,848	7,9	2,682	17,1	6,280	7,9	6,250	10,2
2004 I	12,593	8,9	9,880	7,9	2,712	17,2	6,315	7,9	6,277	10,2
2003 Nov.	12,533	8,9	9,854	7,9	2,679	17,0	6,282	7,9	6,251	10,2
Dec.	12,531	8,9	9,847	7,9	2,684	17,1	6,278	7,9	6,252	10,2
2004 Jan.	12,558	8,9	9,857	7,9	2,702	17,2	6,296	7,9	6,262	10,2
Feb.	12,588	8,9	9,876	7,9	2,712	17,2	6,310	7,9	6,278	10,2
Mar.	12,631	9,0	9,908	7,9	2,724	17,3	6,339	8,0	6,292	10,3
Apr.	12,661	9,0	9,931	7,9	2,730	17,3	6,356	8,0	6,306	10,3

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 5.3.1) y Eurostat (cuadro 5.3.2).

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

2) En el año 2003.

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

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

FINANZAS PÚBLICAS

6

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ³⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	47,2	46,7	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,4	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,6
1996	48,0	47,5	12,0	9,3	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3
1997	48,2	47,6	12,2	9,3	2,6	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,4	0,6	0,4	43,7
1998	47,6	47,2	12,5	9,8	2,3	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,4
1999	48,1	47,7	12,8	9,9	2,5	14,4	0,6	16,4	8,5	5,0	2,4	0,4	0,3	43,9
2000	47,8	47,4	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,4	0,3	43,7
2001	47,1	46,7	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,4	0,3	42,8
2002	46,5	46,1	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,4	0,3	42,3
2003	46,6	45,8	11,8	9,3	2,2	13,8	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,8	0,5	42,4

2. Zona del euro²⁾ - empleos

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

3. Zona del euro²⁾ - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁵⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	-0,1	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,3	11,0	4,7	5,1	1,9	2,4	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	2,4	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	2,4	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	19,9	10,5	4,7	5,2	1,8	2,3	8,1	11,8
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	2,2	8,2	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,4	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,5	-0,1	0,0	0,8	20,7	10,7	4,9	5,4	1,8	2,3	8,4	12,3

4. Países de la zona del euro - déficit (-)/superávit (+)⁶⁾

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

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

- Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,2% del PIB). Las operaciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ³⁾				Otros acreedores ⁴⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,7	55,9	29,9	9,8	16,3	14,1
1995	74,3	2,8	17,9	9,9	43,8	58,3	32,6	8,9	16,8	16,1
1996	75,5	2,9	17,4	9,9	45,4	58,6	32,5	10,4	15,7	17,0
1997	74,9	2,8	16,4	8,9	46,9	56,3	30,9	12,0	13,4	18,6
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,4	52,8	28,4	13,0	11,3	20,5
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,2	48,1	26,8	9,9	11,4	24,1
2000	69,7	2,7	13,1	6,2	47,7	43,9	23,0	9,4	11,6	25,8
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	47,9	42,1	22,1	8,4	11,6	27,3
2002	69,2	2,7	11,8	6,7	47,9	39,0	20,5	7,0	11,4	30,2
2003	70,6	2,1	11,9	7,4	49,2	38,7	20,8	7,5	10,5	31,9

2. Zona del euro²⁾ - por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁵⁾				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 ⁶⁾	Monedas no nacionales	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1994	70,0	58,0	5,4	6,1	0,5	12,0	58,0	7,4	17,4	26,8	25,9	68,2	3,0	1,9
1995	74,3	61,8	5,7	6,0	0,8	12,6	61,7	5,7	18,5	26,5	29,3	72,6	2,9	1,7
1996	75,5	63,0	6,1	5,9	0,5	11,9	63,6	5,4	20,1	25,5	29,9	73,8	2,7	1,8
1997	74,9	62,4	6,3	5,6	0,6	11,1	63,8	4,7	19,6	25,4	29,9	73,1	2,8	1,9
1998	73,2	61,2	6,3	5,4	0,4	9,4	63,9	4,9	17,4	26,1	29,7	71,7	3,2	1,5
1999	72,1	60,3	6,2	5,3	0,3	9,3	62,8	3,3	15,6	26,9	29,6	70,4	-	1,7
2000	69,7	58,2	6,1	5,1	0,3	8,4	61,3	2,8	15,5	27,6	26,6	68,0	-	1,7
2001	69,4	58,0	6,2	4,9	0,3	8,8	60,6	1,5	16,0	26,3	27,1	67,9	-	1,5
2002	69,2	57,7	6,4	4,8	0,3	9,1	60,1	1,7	16,8	25,2	27,3	67,8	-	1,4
2003	70,6	58,2	6,7	5,2	0,6	9,2	61,4	1,5	15,5	26,3	28,7	69,6	-	1,0

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	106,2	61,2	57,2	38,4	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	106,9	57,5	56,8	36,1	110,6	5,5	52,9	67,1	55,6	43,9
2002	105,8	60,8	104,7	54,6	58,6	32,3	108,0	5,7	52,6	66,6	58,1	42,6
2003	100,5	64,2	103,0	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

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) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.
- 3) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 6) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ³⁾	Efectos de valoración ⁴⁾	Otras variaciones en volumen ⁵⁾	Efecto agregación ⁶⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁷⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁸⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	7,8	5,1	0,4	2,4	-0,2	0,1	2,6	0,0	5,1	5,1	4,2	-0,4	2,6
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,3	1,0	1,8	1,5
1997	2,3	2,2	0,5	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	3,2	0,0	-0,4	2,1	2,3
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,0	-1,0	1,5	2,7
1999	1,7	1,4	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,5	-2,7	-0,6	-2,6	4,4
2000	0,9	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-2,6	-0,1	2,9
2001	1,8	1,7	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,4	1,4	-0,4	-0,4	-0,5	2,1
2002	2,1	2,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,7	1,6	-1,7	-0,8	-1,0	3,8
2003	3,1	2,9	0,3	0,0	0,0	-0,5	0,4	0,8	2,4	0,7	0,7	0,6	2,4

2. Zona del euro²⁾ - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ³⁾	Ajuste entre déficit y deuda ¹⁰⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹²⁾	
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones					Inyecciones de capital
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	7,8	-5,1	2,7	0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,5
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
1997	2,3	-2,6	-0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,5	0,2	-0,4	-0,1
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,8	-0,8	0,1	0,3	0,2	0,0	0,3
2000	0,9	0,2	1,1	0,6	0,8	0,1	0,2	-0,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,5
2001	1,8	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,1	-2,3	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4
2003	3,1	-2,7	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,1	0,0	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) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al agregado del Euro 11.

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

4) 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).

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

6) 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.

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

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

9) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

11) Excluye derivados financieros.

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

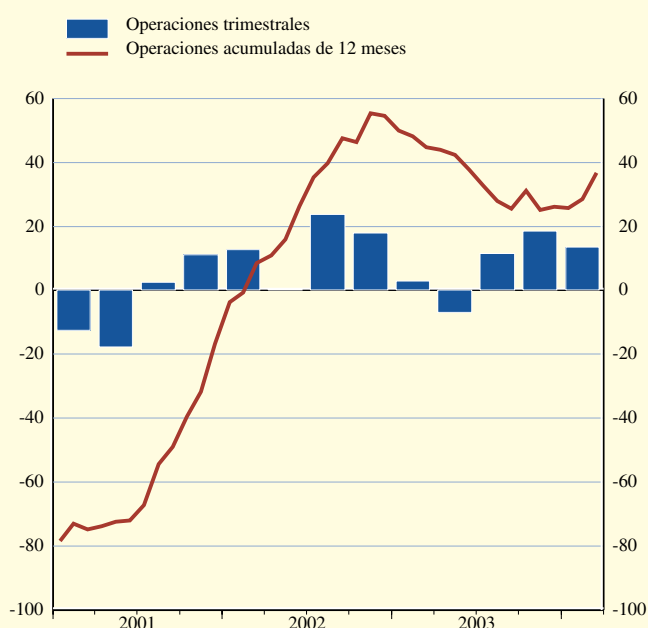
(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-16,7	73,6	-0,4	-38,6	-51,4	6,6	-10,1	-34,2	-112,4	67,9	-0,9	-6,6	17,8	44,3
2002	54,5	133,6	13,1	-44,1	-48,1	11,0	65,4	-65,8	-4,7	114,6	-10,8	-162,7	-2,3	0,4
2003	26,1	107,7	17,3	-43,2	-55,8	13,3	39,3	-43,4	-9,9	25,3	-13,7	-75,0	29,8	4,1
2003 I	2,9	16,8	1,9	-12,0	-3,8	1,4	4,3	-14,3	13,0	4,2	-3,1	-40,3	11,9	10,0
II	-6,9	24,2	5,7	-17,0	-19,7	1,9	-5,0	-32,0	2,7	62,0	-1,4	-97,6	2,3	37,0
III	11,5	36,8	3,7	-9,4	-19,6	2,8	14,3	-0,6	-19,1	-59,1	-4,6	80,1	2,0	-13,6
IV	18,5	29,9	6,0	-4,7	-12,6	7,2	25,8	3,5	-6,4	18,2	-4,7	-17,2	13,6	-29,2
2004 I	13,5	28,4	-0,7	-7,5	-6,6	3,2	16,7	-21,5	-27,2	4,2	1,1	-9,3	9,7	4,8
2003 Mar	4,3	6,8	1,5	-1,1	-2,9	0,2	4,5	10,9	2,0	16,0	-0,8	-11,4	5,0	-15,4
Abr	-7,4	6,6	1,4	-8,7	-6,7	0,1	-7,3	17,5	-11,6	27,6	-2,8	3,0	1,2	-10,1
May	-1,6	7,4	1,8	-5,0	-5,8	0,3	-1,4	-23,0	0,6	9,4	1,7	-35,1	0,4	24,4
Jun	2,1	10,1	2,5	-3,3	-7,2	1,6	3,7	-26,4	13,6	25,0	-0,2	-65,6	0,8	22,8
Jul	2,8	15,5	2,6	-8,8	-6,4	0,8	3,6	0,3	-4,0	-33,7	-2,4	38,6	1,8	-4,0
Ago	3,0	10,5	-0,1	-1,4	-6,0	1,7	4,8	5,9	-5,6	-36,2	-2,6	50,0	0,3	-10,7
Sep	5,6	10,9	1,2	0,7	-7,2	0,2	5,9	-6,9	-9,5	10,8	0,4	-8,5	-0,1	1,0
Oct	8,1	13,1	2,3	-3,8	-3,5	1,1	9,3	7,8	-10,0	38,5	1,7	-23,1	0,7	-17,1
Nov	3,9	8,5	1,3	0,6	-6,4	1,1	5,0	6,2	4,6	4,6	0,5	-9,0	5,5	-11,2
Dic	6,5	8,3	2,4	-1,5	-2,8	5,0	11,5	-10,5	-0,9	-24,9	-6,9	14,9	7,3	-1,0
2004 Ene	-4,4	4,2	-0,6	-9,4	1,3	0,4	-4,1	-25,6	-11,9	-14,9	0,6	3,8	-3,2	29,6
Feb	5,6	9,4	0,1	0,7	-4,6	2,1	7,7	24,3	7,3	20,4	-0,2	-12,2	9,0	-32,0
Mar	12,4	14,7	-0,2	1,2	-3,3	0,7	13,1	-20,2	-22,6	-1,3	0,8	-1,0	3,9	7,1
operaciones acumuladas de 12 meses														
2004 Mar	36,7	119,2	14,6	-38,7	-58,6	15,1	51,8	-50,6	-50,0	25,3	-9,5	-44,0	27,6	-1,1

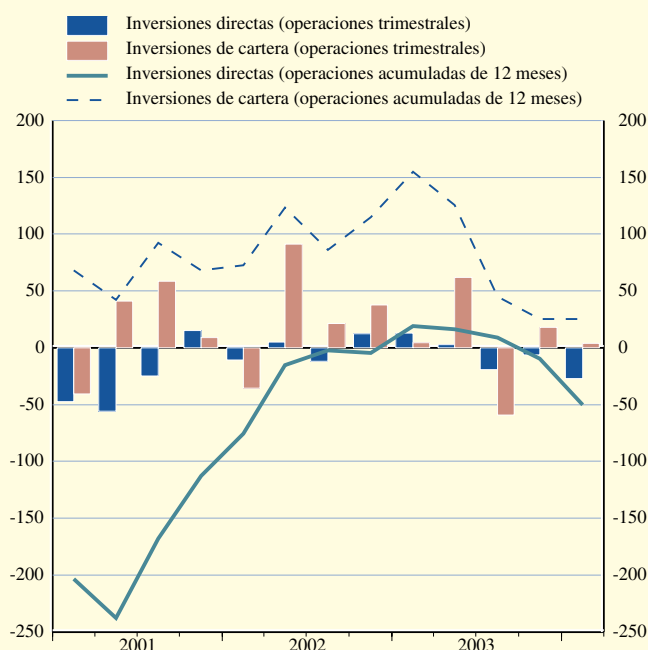
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

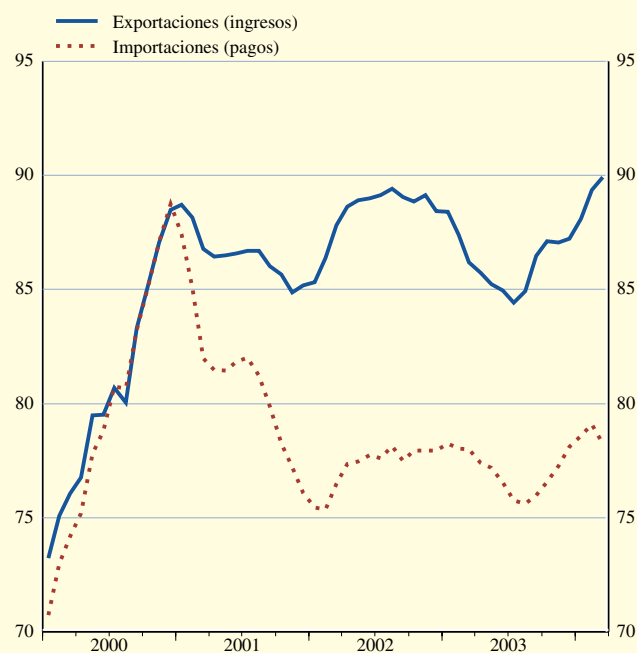
2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 I	417,2	413,1	4,1	258,5	234,0	83,8	77,7	54,0	67,9	20,9	33,4
II	409,6	408,7	0,9	254,8	229,6	79,7	76,6	56,4	68,0	18,7	34,5
III	414,7	408,1	6,6	259,4	228,0	80,4	77,6	56,2	65,7	18,7	36,9
IV	419,2	404,8	14,4	261,7	234,3	82,9	77,4	53,8	61,5	20,8	31,5
2004 I	427,3	413,2	14,1	269,8	234,7	80,5	77,4	56,8	65,9	20,2	35,3
2003 Mar	135,9	135,8	0,1	83,4	77,3	27,7	25,8	17,6	21,7	7,2	11,0
Abr	139,9	139,1	0,8	86,9	77,6	27,1	25,7	20,1	24,4	5,8	11,4
May	136,2	134,9	1,3	85,4	76,6	26,3	25,5	18,4	21,5	6,1	11,4
Jun	133,5	134,6	-1,1	82,5	75,4	26,2	25,4	17,9	22,1	6,9	11,7
Jul	137,0	135,7	1,3	85,3	75,3	26,7	25,6	18,6	22,5	6,4	12,3
Ago	139,4	136,6	2,8	86,9	76,2	26,6	26,0	19,6	22,2	6,3	12,3
Sep	138,3	135,8	2,5	87,1	76,5	27,2	26,0	18,0	21,0	6,0	12,3
Oct	138,6	131,4	7,2	87,3	77,0	27,7	25,6	17,3	20,8	6,3	8,0
Nov	139,5	136,3	3,2	86,8	78,3	27,9	26,6	18,3	19,2	6,5	12,2
Dic	141,1	137,0	4,0	87,6	79,0	27,3	25,2	18,2	21,5	8,0	11,4
2004 Ene	142,2	138,5	3,7	89,9	78,5	27,2	25,3	18,1	22,4	7,0	12,3
Feb	143,4	138,2	5,2	90,6	79,8	27,6	26,4	19,0	20,2	6,2	11,8
Mar	141,7	136,5	5,1	89,2	76,4	25,7	25,6	19,7	23,3	7,0	11,2

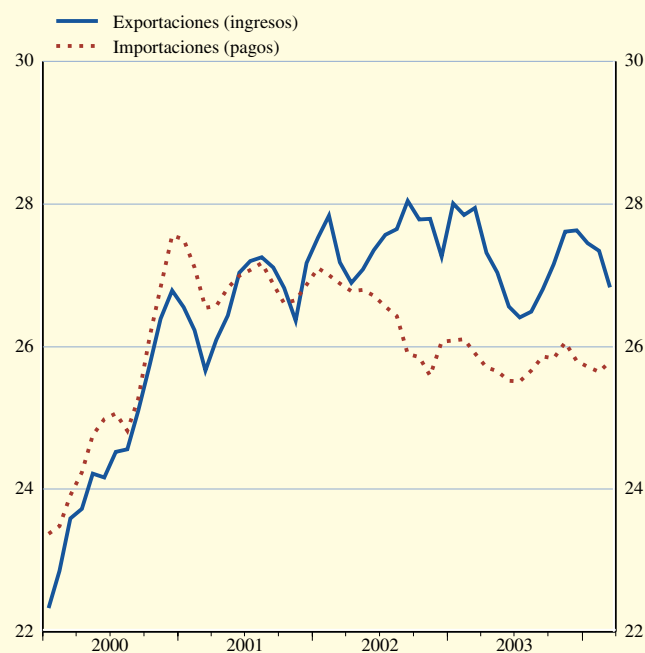
C29 Bienes

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



C30 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

3. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2001	1.710,2	1.726,9	-16,7	1.033,9	960,2	321,7	322,0	275,9	314,4	78,8	130,2	17,4	10,8
2002	1.714,5	1.660,1	54,5	1.063,2	929,7	329,8	316,7	236,1	280,3	85,3	133,4	19,0	8,1
2003	1.662,4	1.636,3	26,1	1.034,6	926,9	326,7	309,4	220,7	263,9	80,3	136,1	23,2	10,0
2003 I	412,3	409,3	2,9	253,3	236,4	75,7	73,7	51,4	63,5	31,9	35,7	5,4	4,0
II	407,6	414,5	-6,9	254,5	230,3	79,4	73,7	59,3	76,3	14,5	34,2	4,5	2,6
III	412,6	401,1	11,5	257,1	220,2	86,5	82,8	53,9	63,4	15,1	34,7	4,1	1,4
IV	429,9	411,4	18,5	269,8	239,9	85,1	79,1	56,1	60,8	19,0	31,6	9,2	2,0
2004 I	424,7	411,2	13,5	266,4	238,1	72,8	73,5	54,3	61,8	31,2	37,8	5,2	2,0
2003 Mar	138,3	134,0	4,3	87,4	80,6	26,6	25,1	17,2	18,3	7,1	10,0	1,2	1,0
Abr	136,5	143,9	-7,4	85,6	79,0	26,2	24,8	20,2	29,0	4,6	11,2	0,5	0,4
May	133,7	135,3	-1,6	84,0	76,6	25,9	24,1	19,0	24,0	4,8	10,6	1,4	1,1
Jun	137,4	135,3	2,1	84,9	74,8	27,3	24,9	20,1	23,3	5,1	12,3	2,6	1,0
Jul	147,3	144,5	2,8	91,5	76,1	31,0	28,5	19,2	28,0	5,5	11,9	1,3	0,5
Ago	125,4	122,3	3,0	76,4	65,9	27,5	27,6	16,6	18,0	4,8	10,8	2,1	0,4
Sep	139,9	134,3	5,6	89,1	78,2	28,0	26,8	18,1	17,4	4,7	11,9	0,7	0,5
Oct	147,1	138,9	8,1	96,6	83,5	29,0	26,7	16,9	20,7	4,4	7,9	1,6	0,5
Nov	134,3	130,4	3,9	86,3	77,8	26,4	25,1	16,0	15,4	5,7	12,0	1,7	0,6
Dic	148,5	142,0	6,5	86,8	78,5	29,7	27,3	23,1	24,6	8,9	11,6	5,9	0,9
2004 Ene	139,9	144,4	-4,4	81,8	77,6	23,7	24,2	16,8	26,3	17,6	16,2	0,8	0,5
Feb	132,4	126,8	5,6	85,1	75,7	23,5	23,5	17,0	16,2	6,8	11,4	2,6	0,4
Mar	152,4	140,1	12,4	99,5	84,8	25,5	25,8	20,5	19,3	6,9	10,2	1,8	1,1

4. Cuenta de rentas

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas					
					Ingresos	Pagos	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones	
							Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	275,9	314,4	14,7	5,9	261,2	308,5	59,2	60,3	48,8	50,2	10,3	10,1
2002	236,1	280,3	14,7	6,0	221,5	274,3	52,5	57,9	44,4	50,7	8,1	7,2
2003	220,7	263,9	14,7	5,6	206,0	258,3	51,1	54,0	41,5	45,3	9,6	8,7
2002 IV	61,8	68,1	3,9	1,6	58,0	66,5	16,3	17,4	13,8	14,6	2,5	2,8
2003 I	51,4	63,5	3,6	1,2	47,8	62,2	8,9	10,9	7,2	8,9	1,8	2,1
II	59,3	76,3	3,6	1,4	55,6	74,9	14,3	16,5	11,4	14,2	2,9	2,4
III	53,9	63,4	3,7	1,5	50,2	61,9	12,6	13,4	10,5	11,9	2,1	1,5
IV	56,1	60,8	3,8	1,4	52,3	59,4	15,3	13,1	12,5	10,3	2,8	2,8
	Rentas de la inversión											
	Inversiones de cartera										Otras inversiones	
	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos						
	13	14	15	16	17	18						
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3				
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1				
2003	85,4	125,8	20,9	49,7	64,5	76,1	69,5	78,6				
2002 IV	21,2	26,3	4,5	9,2	16,7	17,1	20,5	22,7				
2003 I	19,0	31,4	3,6	8,4	15,4	23,0	19,9	19,9				
II	23,4	37,7	7,8	21,3	15,6	16,3	17,9	20,7				
III	21,6	30,7	4,8	10,3	16,8	20,4	16,1	17,8				
IV	21,4	26,0	4,7	9,7	16,7	16,3	15,6	20,2				

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-316,5	-237,9	-19,6	-218,3	-78,6	-0,1	-78,4	204,1	146,5	5,5	141,0	57,6	0,9	56,7
2002	-151,3	-136,4	-14,9	-121,4	-15,0	0,0	-14,9	146,6	111,9	3,1	108,8	34,7	0,5	34,3
2003	-115,5	-92,2	3,4	-95,6	-23,3	-0,1	-23,2	105,7	105,1	2,7	102,3	0,6	0,0	0,6
2003 I	-29,4	-18,0	-2,1	-15,9	-11,4	-0,1	-11,2	42,3	29,4	0,9	28,5	13,0	-0,1	13,1
II	-29,8	-22,4	5,1	-27,5	-7,4	0,0	-7,4	32,5	30,2	1,9	28,3	2,3	0,0	2,3
III	-32,2	-34,4	-1,2	-33,2	2,2	-0,1	2,4	13,1	15,9	-0,4	16,2	-2,8	-0,4	-2,4
IV	-24,2	-17,4	1,6	-19,0	-6,8	0,2	-7,0	17,8	29,7	0,4	29,3	-11,9	0,5	-12,4
2004 I	-21,2	-16,9	-6,5	-10,4	-4,3	-0,2	-4,2	-6,0	6,6	-1,0	7,6	-12,5	0,0	-12,5
2003 Mar	-7,1	-4,1	-0,8	-3,4	-2,9	-0,1	-2,8	9,1	9,0	-0,2	9,2	0,1	0,0	0,1
Abr	-17,1	-8,3	-1,4	-6,9	-8,8	0,0	-8,8	5,5	7,9	0,2	7,7	-2,4	0,0	-2,4
May	-15,1	-15,7	-0,8	-14,9	0,6	0,0	0,6	15,8	15,4	0,2	15,2	0,3	-0,1	0,4
Jun	2,4	1,6	7,2	-5,6	0,8	0,0	0,9	11,2	6,9	1,5	5,4	4,3	0,1	4,3
Jul	-9,4	-8,5	-0,9	-7,7	-0,9	-0,1	-0,8	5,4	4,3	-0,8	5,2	1,0	-0,6	1,6
Ago	-4,9	-10,3	-0,5	-9,7	5,3	-0,1	5,4	-0,6	-0,9	0,2	-1,2	0,3	0,1	0,2
Sep	-17,9	-15,6	0,2	-15,8	-2,3	0,0	-2,2	8,3	12,4	0,2	12,2	-4,1	0,1	-4,2
Oct	-10,6	-6,6	1,8	-8,4	-4,0	0,0	-4,1	0,5	5,9	0,1	5,8	-5,4	0,3	-5,7
Nov	1,8	3,9	-1,3	5,2	-2,2	0,1	-2,2	2,8	5,0	0,4	4,6	-2,1	0,1	-2,2
Dic	-15,4	-14,7	1,1	-15,8	-0,6	0,1	-0,7	14,4	18,8	-0,1	18,9	-4,4	0,1	-4,5
2004 Ene	-8,4	-3,8	-0,8	-3,0	-4,6	0,0	-4,6	-3,5	6,3	0,1	6,2	-9,8	0,0	-9,9
Feb	-5,6	-3,7	-1,1	-2,6	-1,9	0,0	-1,8	12,9	2,8	0,2	2,6	10,1	0,0	10,1
Mar	-7,3	-9,4	-4,6	-4,8	2,1	-0,1	2,2	-15,3	-2,6	-1,3	-1,3	-12,7	0,0	-12,7

6. Inversiones de cartera por instrumento

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	-281,9	349,8	-101,6	232,6	-180,3	-155,9	-24,4	117,3	113,1	4,1
2002	-175,8	290,4	-40,4	88,9	-135,4	-89,6	-45,8	201,5	133,7	67,9
2003	-280,5	305,8	-65,6	105,5	-214,9	-172,0	-42,8	200,3	195,3	5,0
2003 I	-48,9	53,1	11,2	2,2	-60,0	-50,9	-9,1	50,8	40,4	10,4
II	-107,3	169,3	-33,2	30,5	-74,1	-59,3	-14,8	138,8	124,6	14,2
III	-63,3	4,2	-19,4	25,1	-43,9	-37,2	-6,8	-20,9	-7,8	-13,1
IV	-61,0	79,2	-24,2	47,7	-36,8	-24,7	-12,1	31,6	38,1	-6,6
2004 I	-87,8	92,0	-29,7	23,5	-58,1	-42,2	-15,8	68,5	43,8	24,7
2003 Mar	-9,0	25,0	7,6	-12,2	-16,6	-15,0	-1,6	37,2	35,8	1,4
Abr	-23,2	50,8	-10,7	13,9	-12,5	-15,6	3,1	36,9	21,8	15,1
May	-36,7	46,1	-7,9	-6,2	-28,9	-19,6	-9,3	52,3	49,8	2,5
Jun	-47,4	72,4	-14,7	22,8	-32,7	-24,1	-8,6	49,6	53,0	-3,5
Jul	-27,1	-6,7	-8,6	10,9	-18,5	-22,0	3,5	-17,5	-13,3	-4,3
Ago	-14,5	-21,7	-5,3	3,4	-9,2	-6,3	-2,9	-25,1	-8,8	-16,3
Sep	-21,8	32,6	-5,6	10,8	-16,2	-8,8	-7,4	21,8	14,3	7,5
Oct	-30,8	69,3	-13,5	22,4	-17,3	-11,3	-6,0	46,9	29,1	17,8
Nov	-20,6	25,1	-3,3	11,8	-17,2	-15,1	-2,1	13,3	14,0	-0,6
Dic	-9,7	-15,2	-7,4	13,4	-2,3	1,8	-4,1	-28,7	-5,0	-23,7
2004 Ene	-49,1	34,2	-14,5	0,4	-34,6	-17,2	-17,4	33,8	21,4	12,3
Feb	-13,2	33,6	-5,7	19,6	-7,6	-1,8	-5,8	14,0	14,7	-0,7
Mar	-25,5	24,2	-9,6	3,4	-15,9	-23,3	7,3	20,7	7,7	13,0

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	18,6	-0,1	18,7
2002	-0,4	-7,6	-32,4	-4,4	-28,0	-0,6	-15,0	-74,1	-0,9	-73,2	2,0	-32,8	-15,0	-1,1	-14,0
2003	-0,3	-12,7	-52,6	-2,6	-50,0	-2,2	-45,5	-124,3	-0,2	-124,1	0,2	-42,4	-0,6	0,6	-1,2
2003 I	-0,1	-3,7	14,9	-0,6	15,6	-0,3	-4,4	-46,2	0,2	-46,5	-0,8	-26,9	18,6	-1,6	20,2
II	-0,2	0,7	-33,8	-0,8	-33,0	-0,2	-25,6	-33,5	0,0	-33,5	1,0	-1,6	-14,3	1,0	-15,3
III	-0,1	-6,2	-13,1	-0,8	-12,3	-1,4	-8,5	-27,3	-0,3	-27,0	0,1	-1,0	-5,9	-0,1	-5,8
IV	0,0	-3,6	-20,6	-0,4	-20,2	-0,3	-7,0	-17,3	-0,1	-17,2	-0,2	-13,0	1,0	1,3	-0,3
2004 I	0,0	-2,6	-27,1	.	.	-0,4	-22,0	-19,9	.	.	-0,1	-13,8	-1,8	.	.
2003 Mar	0,0	-3,8	11,5	-	-	-0,3	-2,2	-12,5	-	-	0,4	5,9	-7,9	-	-
Abr	-0,1	0,6	-11,2	-	-	-0,1	-8,1	-7,4	-	-	0,5	3,2	-0,7	-	-
May	0,0	0,2	-8,1	-	-	-0,2	-2,7	-16,7	-	-	0,9	-6,4	-3,8	-	-
Jun	0,0	-0,1	-14,5	-	-	0,1	-14,9	-9,3	-	-	-0,4	1,6	-9,8	-	-
Jul	0,0	-2,0	-6,5	-	-	-0,1	-1,7	-20,2	-	-	0,2	-3,3	6,6	-	-
Ago	0,0	-1,0	-4,2	-	-	-0,6	-2,3	-3,5	-	-	0,1	4,0	-7,0	-	-
Sep	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,5	-3,6	-	-	-0,1	-1,7	-5,6	-	-
Oct	0,0	-4,7	-8,8	-	-	-0,4	-1,5	-9,4	-	-	-0,1	-4,0	-2,0	-	-
Nov	0,0	1,4	-4,7	-	-	0,0	-8,5	-6,6	-	-	-0,1	-2,6	0,6	-	-
Dic	0,0	-0,3	-7,1	-	-	0,1	3,0	-1,3	-	-	0,0	-6,4	2,4	-	-
2004 Ene	0,0	-1,4	-13,1	-	-	0,0	-11,4	-5,8	-	-	0,1	-16,7	-0,8	-	-
Feb	0,1	-3,1	-2,6	-	-	0,0	0,4	-2,2	-	-	-0,2	-6,3	0,8	-	-
Mar	0,0	1,8	-11,4	-	-	-0,4	-11,0	-11,9	-	-	0,0	9,2	-1,8	-	-

8. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores	
							Total		A largo plazo		A corto plazo			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-268,2	261,6	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,9	22,7	-182,3	209,7	-42,6	25,2
2002	-230,4	67,8	-1,2	19,3	0,1	-8,2	-166,0	27,8	-32,2	51,7	-133,8	-23,9	-63,4	28,8
2003	-240,7	165,7	-0,8	11,9	-1,3	-3,6	-152,9	133,7	-57,7	69,4	-95,2	64,2	-85,6	23,8
2003 I	-123,1	82,9	-0,6	2,0	-1,8	-8,3	-65,7	60,1	-14,9	10,5	-50,8	49,7	-55,1	29,0
II	-132,2	34,6	0,2	4,9	-2,0	3,9	-103,2	26,9	-11,5	11,8	-91,7	15,1	-27,2	-1,1
III	92,0	-11,9	0,3	5,8	-0,3	5,3	87,6	-7,1	-12,5	16,4	100,2	-23,4	4,4	-16,0
IV	-77,4	60,2	-0,7	-0,8	2,7	-4,6	-71,6	53,7	-18,7	30,7	-52,9	23,0	-7,8	11,8
2004 I	-170,7	161,4	-0,4	-2,4	0,2	-6,9	-156,7	158,4	-18,1	-1,4	-138,6	159,8	-13,8	12,3
2003 Mar	-28,3	16,9	-0,5	1,8	4,4	0,0	-13,8	4,6	-5,3	4,4	-8,5	0,2	-18,4	10,5
Abr	-56,6	59,6	0,0	0,8	0,8	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-24,6	4,0
May	-46,1	11,0	0,7	1,9	-3,7	1,3	-35,1	3,7	-1,7	2,4	-33,4	1,3	-7,9	4,1
Jun	-29,5	-36,0	-0,5	2,1	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,4	-29,1	-36,3	5,4	-9,1
Jul	41,3	-2,7	0,1	2,6	-2,5	2,1	42,4	2,6	-4,6	8,3	47,0	-5,7	1,3	-9,9
Ago	79,8	-29,8	0,3	1,5	0,5	0,5	73,4	-30,2	-2,0	2,7	75,4	-33,0	5,6	-1,6
Sep	-29,1	20,6	-0,1	1,8	1,7	2,7	-28,1	20,6	-5,9	5,4	-22,2	15,2	-2,5	-4,4
Oct	-53,1	29,9	-0,2	0,7	1,1	-2,0	-40,5	25,4	-8,2	7,7	-32,3	17,7	-13,4	5,9
Nov	-36,4	27,4	0,4	-2,7	1,0	1,5	-34,8	27,4	-5,6	7,5	-29,1	20,0	-3,0	1,2
Dic	12,1	2,8	-0,9	1,2	0,6	-4,0	3,7	0,9	-4,9	15,6	8,6	-14,7	8,7	4,8
2004 Ene	-64,6	68,5	-0,2	1,4	-1,4	-4,6	-61,8	75,4	-3,3	-2,2	-58,5	77,6	-1,2	-3,8
Feb	-26,5	14,4	-0,1	-4,3	1,8	-0,8	-25,4	18,0	-8,0	-0,2	-17,4	18,3	-2,8	1,4
Mar	-79,6	78,6	-0,1	0,5	-0,3	-1,6	-69,4	65,0	-6,8	1,1	-62,6	63,9	-9,8	14,7

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

9. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema						AAPP								
	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos			Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,6	4,5	5,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	4,4	-0,5	3,9	-1,3	0,1	-1,3
2002	-1,2	19,3	18,2	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	-0,4	-8,0	-8,4	-1,0	-0,2	-1,2
2003	-0,8	11,9	11,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-3,9	-4,3	-0,9	0,3	-0,6
2002 IV	-0,4	6,3	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,8	-0,4	0,1	-0,1	-0,1
2003 I	-0,6	2,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-8,2	-9,5	-0,5	-0,1	-0,6
II	0,2	4,9	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	3,6	1,9	-0,3	0,3	0,0
III	0,3	5,8	6,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,8	4,7	-0,2	0,5	0,4
IV	-0,7	-0,8	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	-4,1	-1,4	0,1	-0,4	-0,4

	IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores								
	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos			Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
2001	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9	-3,5	1,3	-2,2	-30,2	18,7	-11,5	-8,9	5,2	-3,8
2002	-162,2	30,6	-131,6	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-58,4	25,9	-32,4	-1,5	5,9	4,4
2003	-150,8	136,4	-14,4	-2,1	-2,7	-4,8	-5,5	8,2	2,7	-64,2	14,4	-49,9	-15,9	1,2	-14,7
2002 IV	-94,3	9,9	-84,5	5,0	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-19,2	15,9	-3,4	-0,4	1,6	1,2
2003 I	-63,8	59,7	-4,1	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-47,9	22,7	-25,2	-5,8	1,2	-4,7
II	-103,9	28,5	-75,3	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,2	-1,4	-18,5	-7,2	-25,7	-7,5	6,4	-1,2
III	87,9	-5,7	82,1	-0,2	-1,3	-1,6	-1,3	0,9	-0,3	4,7	-11,5	-6,8	0,9	-5,4	-4,5
IV	-71,0	53,9	-17,1	-0,6	-0,2	-0,8	-1,7	2,3	0,6	-2,6	10,4	7,8	-3,5	-0,9	-4,4

10. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	21,1	8,8	0,1	0,0
2002 IV	-1,3	0,4	-0,1	0,3	-1,9	2,3	-1,2	0,0	-2,3	-0,9	0,0	0,0
2003 I	11,9	0,5	0,0	-0,2	11,5	0,8	-0,6	0,0	9,6	1,7	0,0	0,0
II	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
III	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,3	0,0	0,0
IV	13,6	0,6	0,0	1,8	11,1	-1,0	-1,9	0,0	11,5	2,6	0,0	0,0

Fuente: BCE.

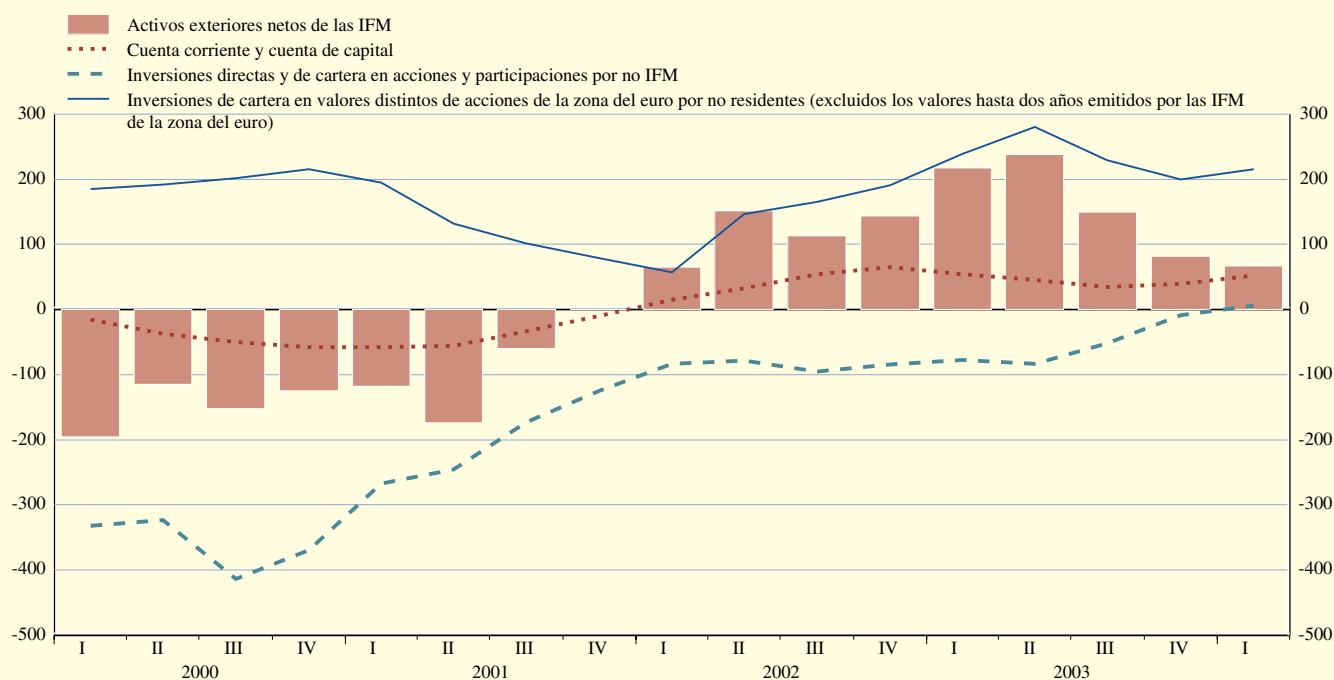
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y participaciones ¹⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,4	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-7,3
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	191,1	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,7	166,0
2003	39,3	-118,8	105,7	-177,5	110,4	199,3	-87,0	20,2	-13,7	4,1	82,0	95,3
2003 I	4,3	-27,2	42,4	-12,7	5,3	46,0	-56,8	20,7	-3,1	10,0	28,9	32,0
II	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	34,2	140,4	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,9	97,4
III	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,2	-5,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-52,9	-50,4
IV	25,8	-25,9	17,3	-36,9	43,8	18,9	-5,1	7,3	-4,7	-29,2	11,1	16,3
2004 I	16,7	-14,6	-6,0	-48,8	7,1	61,8	-13,7	5,4	1,1	4,8	13,9	34,9
2003 Mar	4,5	-6,2	9,1	-8,9	-3,4	39,6	-14,0	10,5	-0,8	-15,4	15,1	13,2
Abr	-7,3	-15,7	5,5	-19,3	21,0	39,2	-23,9	6,8	-2,8	-10,1	-6,7	-2,5
May	-1,4	-14,4	15,8	-28,6	2,8	48,1	-11,6	5,4	1,7	24,4	42,2	41,9
Jun	3,7	-4,8	11,1	-33,6	10,4	53,1	6,3	-9,3	-0,2	22,8	59,4	58,1
Jul	3,6	-8,5	5,9	-20,1	9,9	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,1	-37,9
Ago	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,4	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-35,7	-31,6
Sep	5,9	-18,1	8,3	-11,5	18,5	20,1	-0,8	-1,7	0,4	1,0	21,9	19,1
Oct	9,3	-12,4	0,3	-20,2	17,6	39,3	-12,3	3,8	1,7	-17,1	10,0	9,9
Nov	5,0	3,0	2,7	-10,7	11,3	11,5	-2,0	2,7	0,5	-11,2	12,8	18,1
Dic	11,5	-16,5	14,3	-6,0	14,8	-32,0	9,3	0,8	-6,9	-1,0	-11,7	-11,8
2004 Ene	-4,1	-7,6	-3,5	-19,7	-7,4	31,7	-2,6	-8,4	0,6	29,6	8,6	25,4
Feb	7,7	-4,5	12,9	-4,0	19,6	9,5	-1,0	0,6	-0,2	-32,0	8,7	7,4
Mar	13,1	-2,5	-15,3	-25,1	-5,0	20,6	-10,1	13,1	0,8	7,1	-3,4	2,1

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

2) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria:		Total			Pro memoria:		
	1	2	3	Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6	Manufacturas 7	8	Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,1	217,3	261,5	874,8	1.023,7	589,5	182,9	220,9	744,7	122,6
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,8	236,7	287,7	932,1	1.012,3	576,0	178,4	226,5	738,5	107,8
2002	2,1	-2,7	1.085,7	513,2	228,2	309,8	949,1	985,4	559,8	163,6	234,5	717,4	105,1
2003	-2,7	-0,2	1.057,2	497,1	220,2	297,7	915,8	984,4	548,6	160,5	238,2	708,7	107,9
2002 IV	2,3	2,5	269,9	127,8	56,8	76,7	235,7	247,0	139,8	40,7	59,4	178,0	27,7
2003 I	-1,1	3,4	266,1	125,0	54,7	75,6	229,8	250,4	143,0	40,8	58,5	177,3	30,0
II	-5,9	-3,0	259,4	123,2	53,2	72,9	225,1	244,2	134,4	39,5	59,6	177,1	25,3
III	-2,6	-2,0	264,6	124,9	56,0	74,4	230,3	241,5	134,4	38,8	59,1	175,0	26,3
IV	-1,1	0,6	267,2	124,0	56,2	74,8	230,7	248,3	136,7	41,4	61,0	179,3	26,3
2004 I	4,2	-0,2	271,6	125,8	59,4	73,8	239,0	246,8	134,3	38,5	62,5	180,2	26,0
2003 Oct	-1,6	-1,2	89,0	40,6	18,5	25,4	77,1	82,0	44,8	13,9	20,4	60,1	8,3
Nov	-5,5	-1,9	88,5	41,5	18,5	24,9	76,7	83,5	45,8	14,2	20,3	59,5	8,7
Dic	4,3	5,6	89,7	41,9	19,2	24,6	76,9	82,8	46,2	13,3	20,3	59,6	9,3
2004 Ene	-2,7	-6,4	90,1	41,9	19,1	24,3	78,9	81,9	44,5	12,7	20,8	59,9	8,1
Feb	2,8	1,2	90,7	42,1	20,2	24,5	80,3	83,3	44,8	13,8	20,7	61,5	8,6
Mar	11,9	4,6	90,8	41,8	20,0	24,9	79,8	81,5	45,0	12,0	21,0	58,8	9,3
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9	99,9	100,0	100,0	99,9	100,1
2001	5,1	-1,0	105,3	101,9	108,7	108,0	105,6	98,7	99,0	96,1	99,8	97,6	99,0
2002	3,0	-0,2	108,4	107,9	105,4	116,0	108,5	98,6	99,3	90,4	104,6	96,6	100,9
2003	0,5	3,1	109,0	107,7	105,9	114,9	108,4	101,8	99,9	94,3	109,5	99,4	103,1
2002 IV	3,5	2,0	108,5	108,0	105,9	115,8	108,7	99,0	98,7	91,8	106,6	97,1	101,0
2003 I	1,7	3,7	108,2	106,8	103,5	115,7	107,3	100,7	100,0	94,4	106,9	98,1	99,7
II	-2,3	2,3	107,1	106,6	102,5	112,7	106,4	102,2	99,8	93,4	109,7	99,5	103,5
III	0,5	1,5	109,6	108,8	108,3	115,2	109,5	100,6	99,2	91,4	108,5	98,5	106,0
IV	2,1	4,7	111,0	108,4	109,1	116,1	110,3	103,6	100,6	98,0	113,0	101,5	103,2
2004 I	7,2	4,5	113,7	110,9	116,4	115,4	115,1	104,0	99,4	93,0	117,3	103,0	.
2003 Oct	2,1	3,0	111,1	106,3	107,1	118,0	110,7	102,6	99,5	98,5	112,2	101,6	101,0
Nov	-2,4	1,6	110,1	108,9	108,4	115,8	110,0	104,2	100,4	100,7	112,9	101,0	102,5
Dic	7,2	10,1	111,8	110,0	111,9	114,4	110,3	103,8	101,8	94,8	113,9	101,9	106,2
2004 Ene	0,1	-1,2	112,8	110,6	111,9	114,0	113,7	103,5	98,9	92,5	117,2	102,9	93,1
Feb	6,3	6,4	114,2	111,4	119,0	115,3	116,3	105,5	99,5	99,9	116,2	105,5	102,3
Mar	14,7	8,4	114,1	110,5	118,2	116,8	115,2	103,0	99,7	86,5	118,4	100,7	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,8	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	88,9
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,6	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	-3,2	-3,2	96,9	96,2	95,7	99,0	96,6	94,5	93,2	93,0	98,5	95,7	85,6
2002 IV	-1,1	0,4	99,4	98,6	98,7	101,3	99,2	97,5	96,1	97,0	100,9	98,5	89,5
2003 I	-2,8	-0,4	98,2	97,6	97,3	99,9	97,9	97,1	97,0	94,4	99,2	97,1	98,4
II	-3,7	-5,2	96,8	96,3	95,5	98,9	96,7	93,4	91,4	92,5	98,3	95,6	79,9
III	-3,1	-3,4	96,5	95,6	95,2	98,8	96,2	93,8	92,0	92,8	98,6	95,4	81,0
IV	-3,2	-3,9	96,2	95,2	94,9	98,6	95,6	93,7	92,2	92,5	97,8	94,9	83,0
2004 I	-2,8	-4,5	95,5	94,5	93,9	97,8	95,0	92,7	91,7	90,6	96,6	94,0	.
2003 Oct	-3,6	-4,1	96,0	95,4	95,6	98,6	95,5	93,6	91,6	92,8	98,8	95,3	80,4
Nov	-3,2	-3,5	96,3	95,2	94,5	98,7	95,7	94,0	92,8	92,6	97,6	95,0	83,3
Dic	-2,7	-4,0	96,1	95,2	94,6	98,6	95,6	93,5	92,4	92,1	97,0	94,3	85,4
2004 Ene	-2,8	-5,2	95,7	94,7	94,4	97,8	95,1	92,8	91,6	90,4	96,6	93,9	85,4
Feb	-3,2	-4,8	95,2	94,4	93,9	97,7	94,8	92,6	91,6	90,5	96,7	93,9	82,4
Mar	-2,4	-3,5	95,4	94,5	93,5	98,0	95,0	92,8	91,9	91,0	96,5	94,1	.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Otros Estados miembros de la UE				Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	Africa	América Latina	Otros países
		Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Otros							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Exportaciones (f.o.b.)												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,2	34,3	153,7	56,8	47,1	126,3
2001	1.063,6	202,1	37,0	24,3	105,9	66,4	180,1	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,7	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,5	43,4	148,6
2003	1.057,2	192,8	38,3	24,8	117,0	63,2	167,0	31,2	170,4	59,4	37,8	154,0
2002 IV	269,9	49,8	9,4	6,5	28,3	15,6	45,5	8,3	42,6	14,4	10,4	37,7
2003 I	266,1	48,8	9,6	6,3	28,3	16,5	43,2	7,8	42,2	14,5	10,3	38,2
II	259,4	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,2	7,5	41,6	14,7	9,5	37,7
III	264,6	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,7	7,8	43,6	15,3	9,1	39,2
IV	267,2	49,0	9,7	6,1	29,3	15,8	40,9	8,1	42,9	14,9	8,9	38,9
2004 I	271,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 Oct	89,0	16,1	3,2	2,1	9,8	5,2	13,7	2,7	14,4	5,2	2,9	13,2
Nov	88,5	16,0	3,3	2,0	9,6	5,4	13,4	2,6	14,4	4,8	3,1	12,8
Dic	89,7	16,9	3,2	2,0	9,9	5,2	13,7	2,7	14,1	4,9	2,9	12,9
2004 Ene	90,1	16,1	3,3	2,1	10,1	5,2	13,3	2,8	15,3	5,1	3,3	.
Feb	90,7	17,0	3,3	2,1	10,3	5,1	14,8	2,8	15,4	4,8	3,1	.
Mar	90,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
en porcentaje del total de exportaciones												
2003	100,0	18,2	3,6	2,4	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	14,6
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,7	159,4	39,0	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,1
2001	1.012,3	154,3	34,4	21,3	88,8	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,4
2002	985,4	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,6	67,8	39,4	140,3
2003	984,4	136,6	36,4	22,8	102,0	50,6	110,7	52,1	215,9	68,5	39,5	148,3
2002 IV	247,0	35,8	9,1	5,9	23,9	12,8	30,4	13,4	52,6	16,8	9,7	36,0
2003 I	250,4	35,2	9,1	5,9	24,8	13,2	28,1	13,4	53,3	18,5	9,8	38,2
II	244,2	33,9	9,1	5,7	25,1	12,6	28,2	13,1	53,8	16,8	9,7	36,5
III	241,5	33,6	9,1	5,6	25,1	12,5	27,7	12,6	53,8	16,7	9,7	36,2
IV	248,3	34,0	9,2	5,7	27,0	12,3	26,7	13,0	55,0	16,5	10,4	37,4
2004 I	246,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 Oct	82,0	11,3	3,0	1,9	8,8	4,1	9,2	4,3	18,4	5,5	3,3	12,1
Nov	83,5	11,3	3,1	1,9	9,0	4,1	9,0	4,3	18,2	5,5	3,5	11,9
Dic	82,8	11,4	3,0	1,9	9,1	4,1	8,6	4,5	18,4	5,4	3,5	13,4
2004 Ene	81,9	11,2	3,0	1,8	9,0	4,3	8,6	4,7	18,0	5,4	3,3	.
Feb	83,3	11,4	3,1	2,0	9,1	4,3	8,8	4,5	18,3	5,2	3,5	.
Mar	81,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
en porcentaje del total de importaciones												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
Saldo												
2000	-22,6	29,8	0,3	1,5	18,4	13,2	29,7	-33,2	-63,6	-16,9	6,8	-6,7
2001	51,3	47,8	2,6	3,1	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,6	9,0	-4,8
2002	100,2	56,1	1,5	2,3	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,3	4,0	8,3
2003	72,8	56,2	2,0	2,0	15,0	12,6	56,3	-21,0	-45,5	-9,1	-1,7	5,6
2002 IV	23,0	14,0	0,3	0,6	4,5	2,9	15,1	-5,1	-10,0	-2,5	0,7	1,7
2003 I	15,7	13,6	0,5	0,4	3,5	3,3	15,2	-5,6	-11,1	-3,9	0,6	0,0
II	15,2	13,1	0,4	0,5	4,1	3,0	13,0	-5,6	-12,1	-2,1	-0,1	1,2
III	23,1	14,5	0,5	0,7	5,1	2,8	14,0	-4,8	-10,2	-1,5	-0,6	2,9
IV	18,9	15,0	0,5	0,4	2,3	3,5	14,1	-5,0	-12,1	-1,5	-1,5	1,5
2004 I	24,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 Oct	7,1	4,8	0,2	0,1	1,0	1,1	4,6	-1,5	-4,0	-0,3	-0,4	1,1
Nov	4,9	4,7	0,2	0,1	0,5	1,3	4,4	-1,7	-3,8	-0,7	-0,5	0,9
Dic	6,9	5,4	0,2	0,1	0,8	1,1	5,2	-1,8	-4,3	-0,5	-0,6	-0,5
2004 Ene	8,1	4,9	0,3	0,4	1,1	0,9	4,7	-1,9	-2,8	-0,3	-0,1	.
Feb	7,4	5,6	0,2	0,1	1,2	0,8	6,0	-1,7	-2,9	-0,4	-0,4	.
Mar	9,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

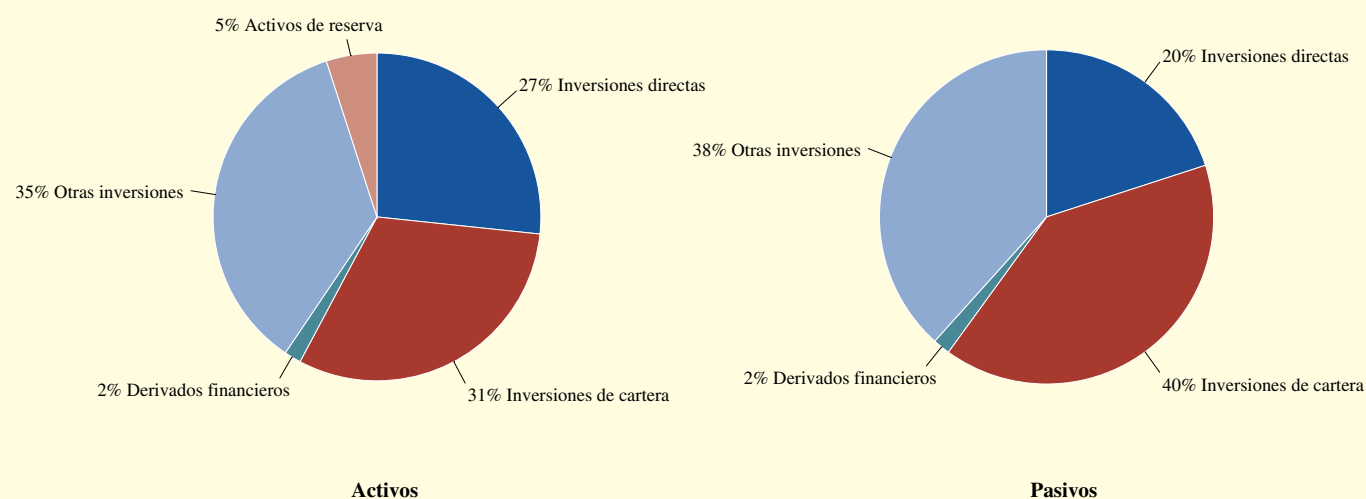
7.4 Posición de inversión internacional

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

1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Activos: Saldos vivos							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,2	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,8	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Pasivos: Saldos vivos							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	106,9	1.512,5	3.026,7	130,7	2.897,6	-

C32 Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002



Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional

(mm de euros; saldos a fin de período)

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	MFIs excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.273,4	115,2	1.158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1.513,2	129,3	1.383,9	383,8	1,4	382,4	1.043,3	42,3	1.001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1.554,4	137,5	1.416,9	383,1	1,4	381,7	1.107,7	43,1	1.064,6	404,8	2,7	402,1

3. Inversiones de cartera por instrumento

	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
			Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1.013,7	1.698,9	1.044,4	937,1	107,2	1.251,9	1.146,5	105,4
2000	1.183,7	1.606,7	1.167,4	1.045,3	122,2	1.530,8	1.365,5	165,4
2001	1.122,4	1.582,0	1.399,0	1.222,0	176,9	1.630,7	1.460,8	169,9
2002	862,2	1.328,3	1.408,3	1.168,7	239,6	1.698,5	1.518,5	179,9

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0.4	25.9	987,3	4.1	983.2	4.5	257.2	675.4	6.2	669.2	2.6	68.5	36.1	0.2	35.9
2000	0.9	42.7	1.140,1	5.7	1.134.4	3.4	328.5	713.4	5.7	707.7	0.5	85.6	36.1	0.1	35.9
2001	1.3	38.1	1.082.9	6.7	1.076.3	2.2	418.7	801.1	8.3	792.8	2.8	131.9	42.2	0.2	42.0
2002	1.4	38.0	822.8	8.4	814.4	5.0	379.0	784.8	8.8	776.0	1.2	190.1	48.2	1.1	47.1

5. Otras inversiones

	Eurosistema						AAPP							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	IFM (excluido el Eurosistema)						Otros sectores							
	Total		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos		Total		Créditos comerciales		Préstamos/efectivo y depósitos		Otros activos/pasivos	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fuente: BCE.

7.5 Reservas internacionales

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

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores					Derivados financieros	Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici-paciones	Bonos y obliga-ciones	Instrum. del mercado monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 Abr	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4	-22,8
May	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7	-23,1
Jun	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2	-25,8
Jul	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	8,4	33,2	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1	-27,2
Ago	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	10,3	31,5	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1	-27,6
Sep	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
Oct	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
Nov	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,5
Dic	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Ene	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
Feb	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
Mar	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
Abr	302,8	128,0	393,536	4,7	23,7	146,5	9,5	26,5	110,8	-	-	-	-0,3	0,0	20,4	-12,7
	de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo															
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 Abr	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,4
May	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,2
Jun	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,8
Jul	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-2,9
Ago	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,6
Sep	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
Oct	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
Nov	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4
Dic	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Ene	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Feb	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
Mar	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4
Abr	37,7	8,0	24,656	0,2	0,0	29,5	1,0	4,7	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,5

Fuente: BCE.

8

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivo

(medias del período; índice 1999 I=100)

	Grupo reducido						Grupo amplio	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	87,0	88,4	89,6	88,2	88,4	87,2	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,0	92,0	91,5	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,3	103,4	103,5	103,3	106,8	102,0
2003 I	96,6	99,8	100,3	99,4	99,0	99,5	103,9	99,1
II	101,0	104,7	104,4	104,4	104,6	104,2	107,6	102,8
III	100,2	103,9	103,4	103,9	103,9	103,8	106,7	101,9
IV	101,8	105,9	105,1	106,1	106,5	105,6	109,1	104,3
2004 I	103,9	108,2	107,4	.	.	.	111,5	106,0
2003 May	102,2	105,8	105,7	-	-	-	108,8	103,9
Jun	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3
Jul	101,1	104,9	104,5	-	-	-	107,5	102,7
Ago	99,9	103,6	103,1	-	-	-	106,4	101,5
Sep	99,5	103,3	102,7	-	-	-	106,1	101,4
Oct	101,0	104,8	104,1	-	-	-	108,0	103,2
Nov	100,9	104,9	104,2	-	-	-	108,1	103,2
Dic	103,7	108,1	107,0	-	-	-	111,2	106,4
2004 Ene	104,7	108,9	108,0	-	-	-	112,3	106,7
Feb	104,4	108,6	107,8	-	-	-	112,1	106,5
Mar	102,8	107,1	106,4	-	-	-	110,1	104,9
Abr	100,9	105,4	104,6	-	-	-	108,2	103,3
May	102,0	106,6	105,9	-	-	-	109,6	104,5
% de variación sobre mes anterior								
2004 May	1,1	1,1	1,3	-	-	-	1,2	1,2
% de variación sobre año anterior								
2004 May	-0,2	0,7	0,2	-	-	-	0,7	0,6

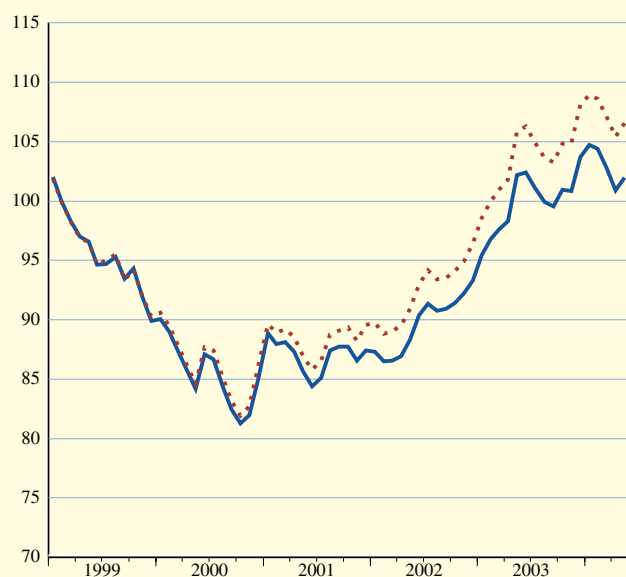
C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

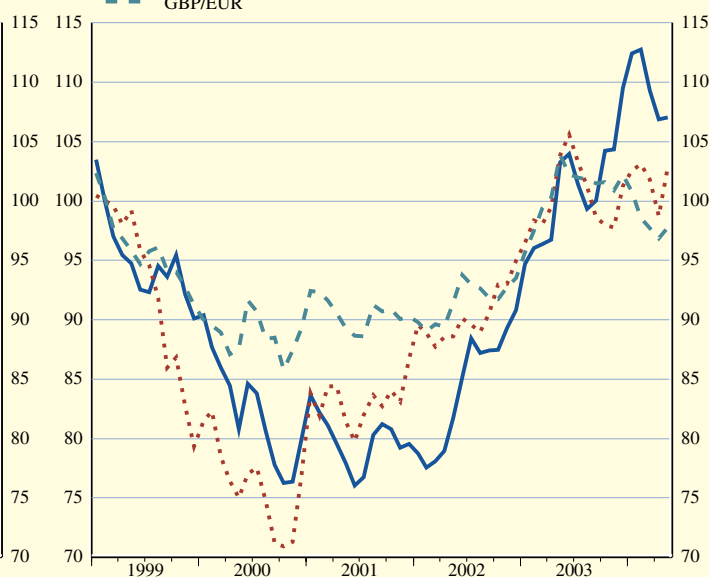
C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— TCE nominal, grupo reducido
 TCE real deflactado por el IPC, grupo reducido



— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar estado- unidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won sur- coreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapu- rense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozel- andés	Rand sud- africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1,154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1,175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1,346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2003 I	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1,288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
II	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1,373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
III	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1,321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1,404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 I	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1,464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2003 May	1,1582	0,71322	135,83	1,5155	9,1559	1,390,03	9,0321	7,4246	2,0074	1,6016	7,8715	1,7866	84,44	2,0083	8,9060
Jun	1,1663	0,70224	138,05	1,5411	9,1182	1,392,33	9,0955	7,4250	2,0233	1,5798	8,1619	1,7552	86,25	2,0069	9,2160
Jul	1,1372	0,70045	134,99	1,5476	9,1856	1,342,27	8,8689	7,4332	1,9956	1,5694	8,2893	1,7184	87,66	1,9386	8,5842
Ago	1,1139	0,69919	132,38	1,5400	9,2378	1,312,67	8,6873	7,4322	1,9531	1,5570	8,2558	1,7114	88,79	1,9137	8,2375
Sep	1,1222	0,69693	128,94	1,5474	9,0682	1,306,88	8,7377	7,4273	1,9591	1,5330	8,1952	1,6967	88,81	1,9227	8,2141
Oct	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1,364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
Nov	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1,388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
Dic	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1,463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934
2004 Ene	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1,492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1,474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1,429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1,381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
May	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1,412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
	% variación sobre mes anterior														
2004 May	0,2	0,9	4,2	-0,9	-0,4	2,2	0,2	0,0	1,7	2,9	-1,1	5,5	0,4	4,0	3,2
	% variación sobre año anterior														
2004 May	3,7	-5,8	-1,0	1,6	-0,3	1,6	3,7	0,2	2,3	3,3	4,3	-4,7	4,2	-3,0	-8,6

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102.425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2003 I	0,58001	31,624	15,6466	243,63	3,4527	0,6226	0,4214	4,1892	231,2825	41,786	1,9535	35,593	1.777.952
II	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716.532
III	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9466	37,410	1.569.762
IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2004 I	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395
2003 May	0,58694	31,387	15,6466	245,78	3,4528	0,6513	0,4295	4,3343	232,9908	41,125	1,9464	37,632	1.720.476
Jun	0,58607	31,412	15,6466	261,21	3,4527	0,6549	0,4285	4,4339	233,6600	41,507	1,9463	38,059	1.664.000
Jul	0,58730	31,880	15,6466	263,73	3,4528	0,6473	0,4274	4,4368	234,4369	41,804	1,9465	37,148	1.596.957
Ago	0,58616	32,287	15,6466	259,56	3,4527	0,6397	0,4264	4,3699	234,9962	41,955	1,9463	37,166	1.564.214
Sep	0,58370	32,355	15,6466	255,46	3,4530	0,6383	0,4265	4,4635	235,2211	41,489	1,9469	37,918	1.546.627
Oct	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38,803	1.679.067
Nov	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726.781
Dic	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761.551
2004 Ene	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698.262
Feb	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682.658
Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374
Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1.637.423
May	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818.487
	% variación sobre mes anterior												
2004 May	-0,1	-1,7	0,0	1,0	0,0	0,8	0,2	-0,8	0,1	0,0	0,0	-0,3	11,1
	% variación sobre año anterior												
2004 May	-0,2	1,9	0,0	2,9	0,0	0,7	-0,8	8,9	2,5	-2,3	0,0	7,8	5,7

Fuente: BCE.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2002	1,4	2,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	3,1	1,9	7,5	3,5	2,0	1,3
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	2,6	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2003 III	-0,2	1,6	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	2,4	0,7	5,6	8,9	2,3	1,4
IV	0,8	1,3	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	1,1	1,4	5,0	9,4	1,9	1,3
2004 I	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	0,9	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
2003 Dic	1,0	1,2	1,2	2,2	3,5	-1,3	5,6	0,7	1,6	4,7	9,3	1,8	1,3
2004 Ene	2,0	1,0	0,6	1,6	4,0	-1,2	6,7	1,2	1,8	4,0	8,2	1,3	1,4
Feb	2,0	0,7	0,6	1,4	4,3	-1,2	7,0	0,9	1,8	3,6	8,4	0,2	1,3
Mar	2,1	0,4	0,7	0,1	4,7	-0,9	6,6	0,5	1,8	3,5	7,9	0,4	1,1
Abr	2,0	0,5	1,5	0,1	5,0	-0,7	7,0	3,6	2,3	3,6	7,8	1,1	1,2
Déficit (-)/ superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	-6,4	3,1	0,3	-2,4	-1,6	-2,1	-4,4	-6,4	-3,5	-2,7	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,4	1,7	1,8	-4,6	-2,7	-1,4	-9,3	-5,7	-3,6	-1,9	-5,7	0,0	-1,6
2003	-12,9	1,5	2,6	-6,3	-1,8	-1,7	-5,9	-9,7	-4,1	-1,8	-3,6	0,7	-3,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	25,2	47,8	4,7	64,4	16,2	23,4	53,5	61,8	36,7	26,9	48,7	54,4	38,9
2002	28,9	47,2	5,7	67,1	15,5	22,8	57,1	61,7	41,2	27,8	43,3	52,6	38,5
2003	37,6	45,0	5,8	72,2	15,6	21,9	59,0	72,0	45,4	27,1	42,8	51,8	39,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2003 Oct	4,47	4,44	-	4,64	4,98	4,82	7,08	4,68	6,36	6,16	5,08	4,85	4,96
Nov	4,75	4,57	-	4,75	5,01	4,81	7,82	4,70	6,90	5,54	5,36	4,98	5,10
Dic	4,82	4,52	-	4,75	5,07	4,81	8,24	4,71	6,76	5,27	5,42	4,86	4,94
2004 Ene	4,68	4,35	-	4,75	5,06	4,81	8,36	4,71	6,67	5,14	5,16	4,65	4,84
Feb	4,80	4,30	-	4,79	5,05	4,81	8,65	4,70	6,82	5,01	5,11	4,55	4,88
Mar	4,50	4,10	-	5,17	4,98	4,64	8,04	4,70	6,65	4,99	5,09	4,31	4,76
Tipo de interés, a tres meses en porcentaje, media del período													
2003 Oct	2,06	2,20	2,61	3,81	3,84	2,57	9,54	2,94	5,42	6,41	5,98	2,86	3,80
Nov	2,07	2,21	2,61	3,81	3,99	2,50	10,59	2,95	5,68	6,22	6,00	2,85	3,98
Dic	2,08	2,22	2,61	3,81	4,21	2,68	13,15	2,94	5,69	6,11	5,98	2,82	4,02
2004 Ene	2,07	2,19	2,61	3,81	4,20	2,66	12,57	2,94	5,37	6,01	5,78	2,73	4,06
Feb	2,06	2,18	2,61	3,84	4,18	2,66	12,58	2,95	5,46	5,80	5,79	2,55	4,17
Mar	2,05	2,14	2,62	3,83	4,33	2,67	12,25	2,93	5,49	5,62	5,71	2,37	4,30
PIB real													
2002	2,0	1,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4	2,1	1,6
2003	2,9	0,4	4,7	2,0	7,4	9,0	2,9	.	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 III	3,4	0,1	4,6	2,0	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2	1,7	2,2
IV	3,1	1,1	5,7	2,5	7,4	10,6	3,6	.	.	2,5	4,7	2,3	2,7
2004 I	.	1,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,1	-11,9	-5,4	-7,4	-4,8	-6,8	-1,2	-2,6	1,4	-7,6	4,7	-1,6
2003	-6,5	2,9	-13,2	-2,1	-8,9	-6,2	-9,0	-5,1	-2,0	0,1	-0,5	6,5	-1,6
2004 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2003 II	-6,0	3,2	-11,0	-3,8	-10,0	-7,0	-9,9	-6,2	-2,0	-0,4	-1,2	5,8	-2,9
III	-7,9	4,3	-9,9	11,0	-10,2	-4,5	-7,7	3,2	-1,1	1,9	0,8	6,6	-1,9
IV	-10,2	1,6	-16,2	-2,2	-9,7	-9,3	-9,1	.	-1,3	-0,7	-0,6	7,1	-1,7
Costes laborales unitarios													
2002	-	1,8	2,0	-	0,0	-12,5	9,0	-	-	6,5	4,1	0,8	2,8
2003	-	1,9	6,1	-	.	0,2	.	-	-	.	7,2	0,5	.
2003 III	-	2,5	5,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
IV	-	0,7	4,3	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 I	-	2,4	.	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2002	7,3	4,6	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,5	19,8	6,1	18,7	4,9	5,1
2003	7,8	5,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1	5,6	5,0
2003 III	8,0	5,8	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,5	19,2	6,6	16,8	5,6	4,9
IV	8,1	5,9	9,7	4,6	10,5	12,1	5,8	8,6	19,1	6,5	16,6	6,0	4,9
2004 I	8,2	5,9	9,4	4,7	10,6	11,7	5,9	8,9	19,1	6,4	16,6	6,3	.
2003 Dic	8,1	6,0	9,6	4,6	10,5	11,9	5,9	8,6	19,1	6,4	16,6	6,0	4,8
2004 Ene	8,2	5,9	9,5	4,7	10,6	11,7	5,9	8,8	19,1	6,4	16,6	6,0	4,7
Feb	8,2	5,9	9,4	4,7	10,6	11,7	5,9	9,0	19,1	6,4	16,6	6,4	4,7
Mar	8,3	5,9	9,3	4,6	10,7	11,5	5,9	9,0	19,0	6,5	16,6	6,3	.
Abr	8,5	.	9,2	4,4	10,7	11,5	5,9	9,0	18,9	6,4	16,6	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

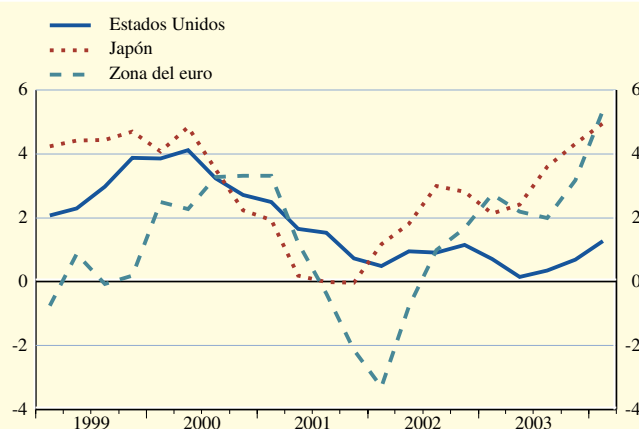
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas)	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ¹⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ²⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ²⁾ en %	Tipo de cambio en ³⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,4	44,2
2001	2,8	0,1	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,5	43,6
2002	1,6	-3,0	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,4	45,7
2003	2,3	0,4	3,1	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	.	.
2003 I	2,9	0,4	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,0731	-4,2	46,2
II	2,1	1,1	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,1
III	2,2	0,6	3,6	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,22	1,1248	-5,2	47,7
IV	1,9	-0,4	4,3	1,7	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 I	1,8	-0,4	5,0	3,1	5,6	4,2	1,12	4,00	1,2497	.	.
2004 Ene	1,9	-	-	2,1	5,6	3,8	1,13	4,13	1,2613	-	-
Feb	1,7	-	-	3,4	5,6	4,1	1,12	4,06	1,2646	-	-
Mar	1,7	-	-	3,8	5,7	4,6	1,11	3,81	1,2262	-	-
Abr	2,3	-	-	5,2	5,6	4,9	1,15	4,32	1,1985	-	-
May	.	-	-	.	.	.	1,25	4,70	1,2007	-	-
Japón											
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,4	126,1
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	.	.
2003	-0,3	-3,9	2,5	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 I	-0,2	-6,4	2,7	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,59	.	.
II	-0,2	-3,0	2,2	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
III	-0,2	-1,5	2,0	1,0	5,2	1,8	0,05	1,20	132,14	.	.
IV	-0,3	-4,3	3,2	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I	-0,1	.	5,4	6,8	4,9	.	0,05	1,31	133,97	.	.
2004 Ene	-0,3	-5,3	-	5,3	5,0	1,6	0,06	1,33	134,13	-	-
Feb	0,0	-6,5	-	6,6	5,0	1,7	0,05	1,25	134,78	-	-
Mar	-0,1	.	-	8,3	4,7	.	0,05	1,35	133,13	-	-
Abr	-0,4	.	-	8,5	4,7	.	0,05	1,51	129,08	-	-
May	.	.	-	.	.	.	0,05	1,49	134,48	-	-

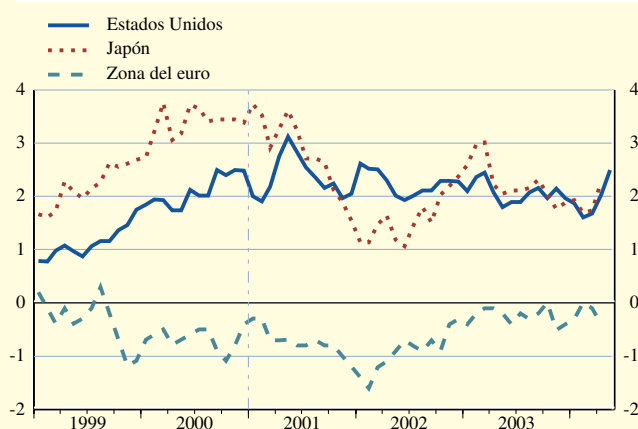
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanuales; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanuales; mensuales)



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

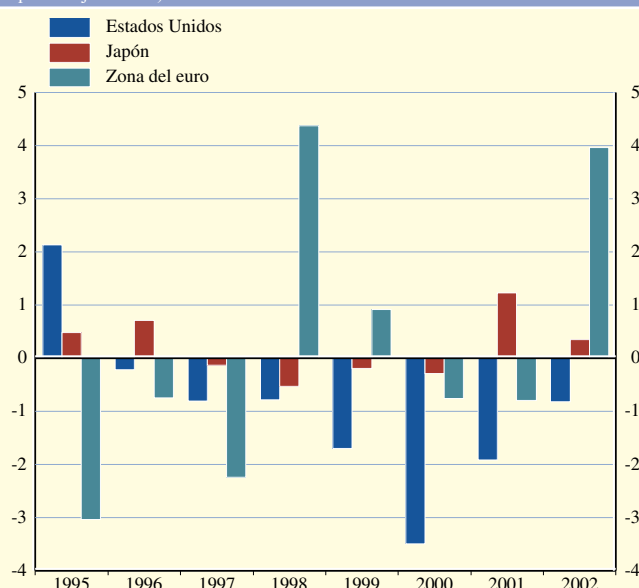
- 1) Media de los valores del periodo; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 2) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 3) Para más información, véase sección 8.2.
- 4) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de periodo).

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

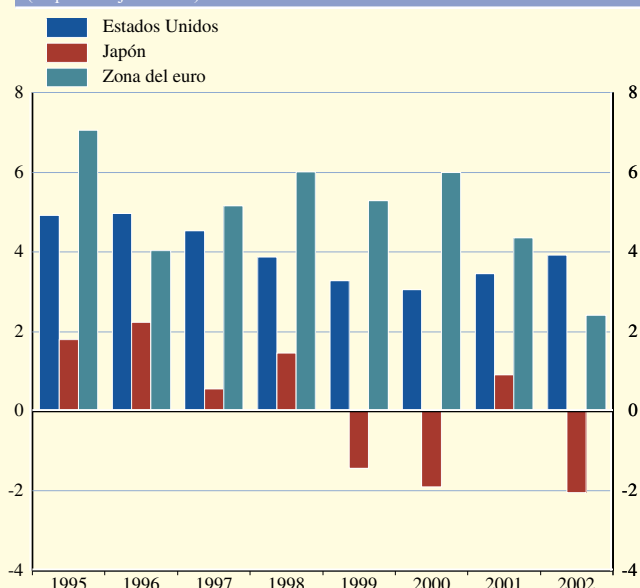
2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de finan- ciación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Empleos de capital ²⁾	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto ³⁾	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,4	8,9	12,3	7,5	12,6	2,5	12,7	4,0	11,1	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	7,9	8,3	1,9	7,6	0,6	1,7	13,2	7,0	11,1	6,0
2002	14,7	18,4	-4,4	7,5	7,4	2,3	8,2	1,9	0,0	13,0	5,0	11,3	7,0
2003	13,3	18,4	-4,8	7,3	7,2	5,5	8,6	4,4	0,8	13,2	6,3	11,0	8,4
2002 I	15,4	18,3	-4,0	7,3	7,6	1,6	8,1	1,3	0,2	12,9	6,0	11,4	7,1
II	15,1	18,4	-4,6	7,4	7,4	2,5	8,2	1,8	0,4	12,9	4,9	11,6	5,8
III	14,5	18,5	-4,5	7,6	7,3	2,2	8,1	2,0	-1,6	13,2	4,2	11,3	6,5
IV	13,8	18,4	-4,7	7,5	7,2	2,8	8,3	2,5	0,9	12,9	4,9	10,8	8,6
2003 I	12,9	18,1	-4,9	7,2	7,2	5,7	7,9	5,4	0,7	12,8	5,5	10,6	8,4
II	13,2	18,2	-5,0	7,2	7,2	5,5	8,5	4,6	2,1	13,1	12,6	11,3	12,8
III	13,2	18,4	-4,7	7,2	7,3	5,2	8,9	3,8	0,2	13,5	5,1	11,5	7,3
IV	13,8	18,9	-4,7	7,5	7,3	5,5	9,1	4,0	0,4	13,2	2,4	10,6	5,2
Japón													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	23,9	2,8	13,7	14,0	-2,9	15,7	-7,0	-0,9	4,8	0,7	8,5	-2,1
2003	.	24,0	.	.	.	2,6	.	-4,9	-0,5	.	-0,5	.	-0,6
2002 I	30,5	23,0	3,4	.	.	9,1	.	-4,9	-3,1	.	-6,6	.	2,5
II	24,1	23,4	2,8	.	.	-27,9	.	-23,7	0,8	.	5,8	.	-8,5
III	24,5	23,9	2,7	.	.	1,2	.	-9,7	-2,4	.	-6,8	.	-0,6
IV	24,2	25,2	2,2	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,5	.	-1,5
2003 I	28,2	23,4	2,8	.	.	16,0	.	-4,6	0,3	.	-11,2	.	2,9
II	.	23,3	.	.	.	-25,1	.	-21,4	-0,9	.	4,1	.	-5,5
III	.	24,1	.	.	.	9,3	.	-2,9	-3,0	.	-5,4	.	1,6
IV	.	24,9	.	.	.	10,3	.	8,6	1,4	.	9,4	.	-1,2

C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S31
C14	Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Emisiones brutas de valores distintos de acciones	S33
C16	Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S35
C18	Tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
C19	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S37
C20	Nuevos depósitos a plazo	S39
C21	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S39
C22	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S40
C23	Tipos a tres meses del mercado monetario	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S41
C25	Rendimientos de la deuda pública a diez años	S41
C26	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S42
C27	Cuenta corriente	S54
C28	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C29	Bienes	S55
C30	Servicios	S55
C31	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C32	Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002	S63
C33	Tipos de cambio efectivo	S66
C34	Tipos de cambio bilaterales	S66
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C36	Índices de precios de consumo	S69
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S70

NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

(I. EVOLUCIÓN MONETARIA Y TIPOS DE INTERÉS)

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 la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

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 interanuales corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fór-

mula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

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

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

Por último, la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificacio-

nes y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

2 Para más detalles, véase Findley, D., B. Monsell, W. Bell, M. Otto, y B. C. Chen, (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Banco de España, Documento de Trabajo núm. 9628, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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:

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

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

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores, para las que el BCE recopila información, por separado, sobre las emisiones brutas y las amortizaciones, y las «operaciones» utilizadas en los agregados monetarios.

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

no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». Los datos sobre los ingresos de la balanza de rentas están sujetos a ajustes previos por «días laborales». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los datos de la balanza de rentas y de 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

⁴ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual*. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet, pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Los servicios disponibles en el apartado «Statistics on line» permiten realizar búsquedas, suscribirse a distintas bases de datos y descargar directamente ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.int

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el *Boletín Mensual* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de junio de 2004.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la entrada de Grecia en la zona del euro.

Dado que la composición del ECU no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999 en monedas participantes convertidas a ECU al correspondiente tipo de cambio del ECU se ven afectados por los movimientos de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en

contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende la República Checa, Dinamarca, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente o obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el



BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido

con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los bancos centrales nacionales en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las po-

siciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones, que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se

detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

¹ DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

² DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran las emisiones, amortizaciones, emisiones netas y saldos en circulación a todos los plazos, y un detalle adicional a largo plazo. Las emisiones netas difieren de la variación del saldo en circulación debido a diferencias de valoración, reclasificaciones y otros ajustes.

En las columnas 1 a 4 se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones y las emisiones netas de todas las emisiones denominadas en euros. En las columnas 5 a 8 se recogen los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones, las emisiones netas de todos los valores distintos de acciones (valores de renta fija) emitidos por los residentes en la zona del euro. En las columnas 9 a 11 figuran el porcentaje de saldos vivos, emisiones brutas y amortizaciones de valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro. La columna 12 muestra las emisiones netas denominadas en euros por residentes en la zona del euro.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos y las emisiones brutas de los residentes en la zona del euro que es conforme al SEC 95³. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos que figuran en la columna 1 de la sección 4.2 son idénticos a los datos relativos a los saldos en circulación que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos de los valores emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 de la sección 4.2 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM de la columna 8, sección 2.1.

En la sección 4.3 figuran las tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes (detallados por plazo a la emisión y por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional compra o vende activos financieros o contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanual excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes de la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.2 (principales pasivos, columna 21).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanuales excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el *Boletín Mensual*.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado mone-

3 Los códigos del SEC 95 correspondientes a los distintos sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN de los países de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras Administraciones Públicas, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S.1314).

tario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, a los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (princi-

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

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), producción industrial y ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo, de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001⁵. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

4 DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden el coste laboral medio por hora trabajada. Sin embargo, no incluyen la agricultura, la pesca, la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios que no estén clasificados en otra rúbrica. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos cuya definición nacional no está armonizada.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 5 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Las ventas del 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, de 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 6.3 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 de la zona del euro son datos obtenidos por el BCE a partir de

los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo.

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁶, que modifica el SEC 95. En el cuadro 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1, 7.2, 7.4 y 7.5) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE del 2 de mayo de 2003 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2003/7)⁷, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada *European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, de noviembre del 2003, que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet, figuran referencias adicionales a las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro.

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

La presentación de las operaciones netas en la cuenta financiera sigue las convenciones de signos del *Manual de Balanza de Pagos del FMI*: un incremento de los activos aparece con el signo menos, al tiempo que un aumento de los pasivos figura con el signo más. En la cuenta corriente y en la cuenta de capital, tanto los ingresos como los pagos se presentan con el signo más.

La balanza de pagos de la zona del euro la elabora el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

El cuadro 2 de la sección 7.1 ofrece datos desestacionalizados para la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa.

En el cuadro 7 de la sección 7.1 figura el detalle por sector de la zona del euro de los tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores de los emisores de la zona del euro de valores adquiridos por no residentes.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera, las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las IFM. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en

Internet puede consultarse una nota metodológica específica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del *Boletín Mensual* de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presentan datos del comercio exterior de bienes de la zona del euro. La principal fuente de estos datos es Eurostat. El BCE calcula los índices del comercio en términos reales a partir de los índices de valor unitario y de comercio en términos nominales facilitados por Eurostat, y desestacionaliza los índices de valor unitario, mientras que Eurostat desestacionaliza y ajusta por días laborables los datos del comercio en términos nominales.

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 7.3.1 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). La diferencia en las importaciones ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), teniendo relación una parte significativa de este porcentaje con la inclusión de los seguros y fletes en los datos de comercio exterior (c.i.f.).

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro (PII) que aparecen en la sección 7.4 se elaboran en función de las posiciones de los países miembros de la zona del euro frente a los no residentes, considerando la zona del euro como una economía única (véase también el recuadro 9 del *Boletín Mensual* de diciembre del 2002). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en gran medida, se utiliza el valor contable.

En la sección 7.5 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en la sección 7.5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octubre 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los cálculos realizados por el BCE para determinar los índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales 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, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. El grupo reducido está integrado por Estados Unidos, Reino Unido, Japón,

Suiza, Suecia, Corea del Sur, Hong Kong, Dinamarca, Singapur, Canadá, Noruega y Australia, y el grupo amplio incluye Argelia, Argentina, Brasil, China, Croacia, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI), el producto interior bruto (deflactor del PIB), los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el artículo titulado «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», publicado en el *Boletín Mensual* de agosto del 2003, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE (*The effective exchange rate of the euro*, de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

3 DE ENERO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO, 4 DE ABRIL, 2 DE MAYO, 6 DE JUNIO Y 4 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

1 DE AGOSTO, 12 DE SEPTIEMBRE, 10 DE OCTUBRE Y 7 DE NOVIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 DE DICIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

1 La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000 y en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001, respectivamente.

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 DE FEBRERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la ope-

ración que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

3 DE ABRIL DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE MAYO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigi-

rá 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. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL, 6 DE MAYO Y 3 DE JUNIO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)

LOS FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

La media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET en el primer trimestre del 2004 ascendió a 266.739 pagos, por un importe de 1.704 mm de euros, lo que supone una reducción del 2% en el número de pagos y un incremento del 6% en su importe, en comparación con el trimestre anterior. El descenso del número de pagos procesados por TARGET fue consecuencia de una disminución del número de pagos intra Estado miembro, cuyo importe, sin embargo, aumentó. Los pagos entre Estados miembros crecieron, tanto en número como en importe. La cuota de mercado general de TARGET se mantuvo en el 87%, en lo que se refiere al importe, y se elevó hasta el 58,8% en lo relativo al número de órdenes procesadas.

PAGOS INTRA ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 201.361 pagos intra Estado miembro, por un importe de 1.134 mm de euros. Con respecto al trimestre precedente, el número de operaciones disminuyó un 4% y su importe aumentó un 6%. En relación con el mismo período del 2003, el número de pagos creció un 3% y su importe se redujo un 1%.

Estos pagos representaron el 75,5% del total de operaciones de TARGET, en cuanto al número de pagos, y el 66,5%, en cuanto a su importe. Su importe medio se situó en 5,6 millones de euros, lo que constituye un incremento de 0,5 millones de euros con respecto al trimestre anterior.

En número de órdenes, el día de máxima actividad fue el 30 de enero de 2004, con un total de 258.700 pagos. En cuanto al importe, el día de máxima actividad, en el que se procesaron pagos por un importe de 1.538 mm de euros, fue el 31 de marzo de 2004, el último día del primer trimestre.

Por tramos de importes, el 65% de estos pagos se realizó por importes inferiores o iguales a 50.000 euros, mientras que el 12% fue superior a un millón

de euros. La media diaria de pagos intra Estado miembro superiores a mil millones de euros se situó en 128 operaciones.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

En cuanto a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 65.378 pagos, por un importe de 570 mm de euros. En comparación con el cuarto trimestre del 2003, esta cifra supone un aumento del 4% y del 7%, respectivamente, mientras que, en relación con el primer trimestre del año pasado, se observó un incremento del 14% en el número de pagos entre Estados miembros, y del 4% en su importe.

En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios creció un 5% y su importe un 7%. Por su parte, los pagos de clientes se elevaron un 3% tanto en número de operaciones como en importe.

La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros procesadas por TARGET fue del 49,6% en cuanto al número, y del 95,3% en cuanto a su importe. En comparación con el cuarto trimestre del 2003, el importe medio de los pagos interbancarios ascendió de 16,4 millones de euros a 16,7 millones de euros, y el de los pagos de clientes se elevó de 832.000 euros a 837.000 euros.

En términos de importe, el día de máxima actividad de pagos entre Estados miembros procesados por TARGET durante el primer trimestre fue el 15 de marzo de 2004, fecha en la que se alcanzaron los 688 mm de euros. En número de operaciones, el día de máxima actividad, en el que se procesaron 88.788 pagos entre Estados miembros, fue el 30 de enero de 2004.

Por tramos de importes, el 60% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores o iguales a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. En media, se realizaron unas 40 operaciones diarias de importe superior a mil millones de euros.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el primer trimestre del 2004, TARGET funcionó con fluidez y alcanzó una disponibilidad general del 99,87%. El número de incidencias fue el más bajo desde la puesta en marcha de TARGET. En el cuadro 1 se muestran los porcentajes respectivos de cada componente nacional de TARGET y del mecanismo de pagos del BCE. En el primer trimestre, el 94,88% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos; el 4,74%, de cinco a quince minutos, y el 0,23%, entre quince y treinta minutos. Debido a ciertas incidencias, el tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en una media de 105 de los 65.378 pagos procesados diariamente entre Estados miembros.

Cuadro 1 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad I 2004
Bélgica	99,92%
Dinamarca	100,00%
Alemania	99,13%
Grecia	99,85%
España	99,83%
Francia	100,00%
Irlanda	100,00%
Italia	99,87%
Luxemburgo	100,00%
Países Bajos	100,00%
Austria	99,90%
Portugal	99,87%
Finlandia	100,00%
Suecia	100,00%
Reino Unido	100,00%
Mecanismo de pagos del BCE	99,61%
Disponibilidad de TARGET en conjunto	99,87%

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	15.932.658	16.606.135	16.665.036	17.404.115	17.071.290
Media diaria	252.899	267.841	252.501	271.939	266.739
Pagos entre Estados miembros					
Total	3.626.612	3.790.098	3.813.244	4.023.122	4.184.179
Media diaria	57.565	61.131	57.776	62.861	65.378
Pagos intra Estado miembro					
Total	12.306.046	12.816.037	12.851.792	13.380.993	12.887.110
Media diaria	195.334	206.710	194.724	209.078	201.361
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	9.175.565	9.752.646	9.835.244	10.088.174	9.669.240
Media diaria	143.644	145.664	157.301	149.019	157.628
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.848.463	1.860.345	1.790.113	1.833.104	1.772.742
Media diaria	29.341	30.006	27.123	28.642	27.669
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	475.698	461.878	419.123	423.513	365.097
Media diaria	7.551	7.450	6.350	6.617	5.705
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	134.248	191.101	151.666	134.620	131.082
Media diaria	2.131	3.082	2.298	2.103	2.048

Cuadro 3 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: importe de las operaciones

(mm de euros)	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	106.869	105.978	105.216	102.686	109.062
Media diaria	1.696	1.709	1.594	1.604	1.704
Pagos entre Estados miembros					
Total	34.636	33.545	34.570	34.128	36.487
Media diaria	550	541	524	533	533
Pagos intra Estado miembro					
Total	72.233	72.433	70.646	68.558	72.575
Media diaria	1.147	1.168	1.070	1.071	1.134
Otros sistemas					
Euro 1 (EBA)					
Total	11.431	11.074	11.331	10.898	11.647
Media diaria	181	179	172	170	182
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.896	4.698	4.203	4.180	4.276
Media diaria	78	76	64	65	67
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	79	78	75	74	60
Media diaria	1	1	1	1	1
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	115	111	96	104	120
Media diaria	2	2	1	2	2

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE ENERO DEL 2003

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre marzo y mayo del 2004. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2002», abril 2003.

«Informe Anual 2003», abril 2004.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.

«CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.

«La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.

«Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.

«La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.

«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.

«Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.

«Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.

«Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.

«La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», mayo 2003.

«Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.

«Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.

«Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.

«Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.

«Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.

«Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.

«Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.

«Integración de los mercados financieros europeos», octubre 2003.

«Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.

«Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.

«El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.

«La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.

«Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.

«Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.

«Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.

«Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.

«Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.

- «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.
- «Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.
- «Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.
- «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», mayo 2004
- «La tasa natural de interés de la zona del euro», mayo 2004.
- «Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema», mayo 2004.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 314 «Exchange rate risks and asset prices in a small open economy», por A. Derviz, marzo 2004.
- 315 «Option-implied asymmetries in bond market expectations around monetary policy actions of the ECB», por S. Vähämaa, marzo 2004.
- 316 «Cooperation in international banking supervision», por C. Holthausen y T. Rønde, marzo 2004.
- 317 «Fiscal policy and inflation volatility», por P. C. Rother, marzo 2004.
- 318 «Gross job flows and institutions in Europe», por R. Gómez-Salvador, J. Messina y G. Vallanti, marzo 2004.
- 319 «Risk sharing through financial markets with endogenous enforcement of trades», por T. V. Köppl, marzo 2004.
- 320 «Institutions and service employment: a panel study for OECD countries», por J. Messina, marzo 2004.
- 321 «Frequency domain principal components estimation of fractionally cointegrated processes», por C. Morana, marzo 2004.
- 322 «Modelling inflation in the euro area», por E. S. Jansen, marzo 2004.
- 323 «On the indeterminacy of New-Keynesian economics», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, marzo 2004.
- 324 «Fundamentals and joint currency crises», por P. Hartmann, S. Straetmans y C. G. de Vries, marzo 2004.
- 325 «What are the spill-overs from fiscal shocks in Europe? An empirical analysis», por M. Giuliadori y R. Beetsma, marzo 2004.
- 326 «The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», por L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, marzo 2004.

- 327 «Diversification in euro area stock markets: country versus industry», por G. A. Moerman, abril 2004.
- 328 «Non-fundamental exchange rate volatility and welfare», por R. Straub y I. Tchakarov, abril 2004.
- 329 «On the determinants of euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework», por R. A. De Santis, R. Anderton y A. Hijzen, abril 2004.
- 330 «The demand for euro area currencies: past, present and future», por B. Fischer, P. Köhler y F. Seitz, abril 2004.
- 331 «How frequently do prices change? Evidence based on the micro data underlying the Belgian CPI», por L. Aucremanne y E. Dhyne, abril 2004.
- 332 «Stylised features of price-setting behaviour in Portugal: 1992-2001», por M. Dias, D. Dias y P. D. Neves, abril 2004.
- 333 «The pricing behaviour of Italian firms: new survey evidence on price stickiness», por S. Fabiani, A. Gattulli y R. Sabbatini, abril 2004.
- 334 «Is inflation persistence intrinsic in industrial economies?», por A. T. Levin y J. M. Piger, abril 2004.
- 335 «Has euro area inflation persistence changed over time?», por G. O'Reilly y K. Whelan, abril 2004.
- 336 «The great inflation of the 1970s», por F. Collard y H. Dellas, abril 2004.
- 337 «The decline of activist stabilisation policy: natural rate misperceptions, learning, and expectations», por A. Orphanides y J. C. Williams, abril 2004.
- 338 «The optimal degree of discretion in monetary policy», por S. Athey, A. Atkeson y P. J. Kehoe, abril 2004.
- 339 «Understanding the effects of government spending on consumption», por J. Galí, D. López-Salido y J. Vallés, abril 2004.
- 340 «Indeterminacy with inflation-forecast-based rules in a two-bloc model», por N. Batini, P. Levine y J. Pearlman, abril 2004.
- 341 «Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment», por T. Bayoumi, D. Laxton y P. Pesenti, abril 2004.
- 342 «Equal size, equal role? Interdependence between the euro area and the United States», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, abril 2004.
- 343 «Monetary discretion, pricing complementarity and dynamic multiple equilibria», por R. G. King y A. L. Wolman, abril 2004.
- 344 «Ramsey monetary policy and international relative prices», por E. Faia y T. Monacelli, abril 2004.
- 345 «Optimal monetary and fiscal policy: a linear-quadratic approach», por P. Benigno y M. Woodford, abril 2004.
- 346 «Perpetual youth and endogenous labour supply: a problem and a possible solution», por G. Ascari y N. Rankin, abril 2004.
- 347 «Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty», por C. Fuss y P. Vermeulen, abril 2004.
- 348 «Financial openness and growth: short-run gain, long-run pain?», por M. Fratzscher y M. Bussiere, abril 2004.
- 349 «Estimating the rank of the spectral density matrix», por G. Camba-Méndez y G. Kapetanios, abril 2004.
- 350 «Exchange rate policy and the zero bound on nominal interest rates», por G. Coenen y V. Wieland, abril 2004.
- 351 «Interest rate determination in the interbank market», por V. Gaspar, G. Pérez Quirós y H. Rodríguez Mendizábal, abril 2004.
- 352 «Forecasting inflation with thick models and neural networks», por P. McNelis y P. McAdam, abril 2004.
- 353 «Towards the estimation of equilibrium exchange rates for CEE acceding countries: methodological issues and a panel cointegration perspective», por F. Maeso-Fernández, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2004.

- 354 «Taking stock: monetary policy transmission to equity markets», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, mayo 2004.
- 355 «Production interdependence and welfare», por K. X. D. Huang y Z. Liu, mayo 2004.
- 356 «Developing a euro area accounting matrix: issues and applications», por T. Jellema, S. Keuning, P. McAdam y R. Mink, mayo 2004.
- 357 «Seasonal adjustment and the detection of business cycle phases», por A. M. Mir y D. R. Osborn, mayo 2004.
- 358 «Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?», por G. Mourre, mayo 2004.
- 359 «The longer-term refinancing operations of the ECB», por T. Linzert, D. Nautz y U. Bindseil, mayo 2004.
- 360 «Optimal monetary policy rules for the euro area: an analysis using the area wide model», por A. Dieppe, K. Küster y P. McAdam, mayo 2004.
- 361 «Excess reserves and the implementation of monetary policy of the ECB», por U. Bindseil, G. Camba-Méndez, A. Hirsch y B. Weller, mayo 2004.
- 362 «Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries», por R. Jiménez-Rodríguez y M. Sánchez, mayo 2004.
- 363 «Communication and exchange rate policy», por M. Fratzscher, mayo 2004.
- 364 «Asset price booms and monetary policy», por C. Detken y F. Smets, mayo 2004.
- 365 «Exchange rates and fundamentals: new evidence from real-time data», por M. Ehrmann y M. Fratzscher, mayo 2004.

OTRAS PUBLICACIONES

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
- Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
- Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
- Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.

«The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

«Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.

«Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.

«Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.

«Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.

«Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.

«The new Basel Capital Accord», agosto 2003.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.

«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.

«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003», noviembre 2003.

« TARGET2: the payment system of the eurosystem», noviembre 2003.

«Seasonal adjustment», noviembre 2003.

«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.

«EU banking sector stability», noviembre 2003.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.

«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.

«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.

«The monetary policy of the ECB», enero 2004.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

«Foreign direct investment task force report», marzo 2004.

«External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«TARGET compensation claim form», abril 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe», abril 2004.

«The use of central bank money for settling securities transactions», mayo 2004.

«TARGET Annual Report 2003», mayo 2004.

«Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles», mayo 2004.

«Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management», mayo 2004.

«Risk Management for Central Bank Foreign Reserves», mayo 2004.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.



GLOSARIO

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

Administraciones Públicas: comprende las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social. Las unidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas, en principio, del concepto Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM): el balance agregado de las IFM se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las IFM (principalmente, eliminando los préstamos recíprocos entre las IFM).

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes dentro y fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. El comercio dentro de la zona del euro registra las entradas y salidas de bienes entre los países de la zona, al tiempo que el comercio fuera de la zona registra el comercio exterior de la zona del euro con el resto del mundo. Las estadísticas del comercio exterior no son directamente comparables con las importaciones y exportaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios.

Coste laboral bruto mensual: medida de los sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total de los asalariados en relación con el producto interior bruto.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: comprende los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro y los valores emitidos por residentes en la zona mantenidos por las IFM. Los valores comprenden acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones.

Curva de rendimientos: describe la relación entre tipos de interés a distintos plazos en un momento determinado. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

Deriva salarial: medida de la brecha entre la tasa de crecimiento de los sueldos y salarios efectivamente pagados y la de los salarios base negociados en convenio (debido, por ejemplo, a otros conceptos, como primas salariales y primas por promoción, así como cláusulas de salvaguarda para hacer frente a la inflación no esperada).

Deuda (cuentas financieras): incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. En las cuentas financieras trimestrales, la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuestas de opinión de la CE: encuestas económicas cualitativas a empresarios y consumidores realizadas por la Comisión Europea. Las preguntas van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. Los indicadores de confianza son indicadores compuestos o sintéticos, calculados como la media aritmética de los saldos en términos de diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas y negativas de varios componentes (véase cuadro 5.2.5 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» para más información).

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, basada en operaciones.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central, y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los países de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero de la zona del euro: media ponderada de los precios de los consumos intermedios en las manufacturas, calculada a partir de las encuestas sobre la actividad en el sector manufacturero realizadas en algunos países de la zona del euro.

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

Inversiones de cartera: registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona («activos») y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza que refleja el objetivo de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de los derechos de voto). Las inversiones directas registran las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la zona del euro (como «inversión directa en el exterior») y las adquisiciones netas de activos en la zona del euro por no residentes (como «inversión directa en la zona del euro»). Las inversiones directas incluyen acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho. Comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio. Comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio. Comprende M2 y los instrumentos negociables, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto mensual llevada a cabo por el Eurosistema, con vencimiento habitual a tres meses. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el volumen que se adjudicará se anuncia con antelación.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto semanal llevada a cabo por el Eurosistema. En el 2003 el Consejo de gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría a ser de dos a una semana. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el tipo mínimo de puja se anuncia con antelación.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: comprenden depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: suma de los trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo. También se le denomina posición acreedora neta frente al exterior.

Precios industriales: medida del precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda (Administraciones Públicas): la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

Remuneración por asalariado: se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta por el cual las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales del euro son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés, fijados por el Consejo de Gobierno, que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: medida de los empleos de nueva creación, de las vacantes sin cubrir o de los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Las acciones suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se

reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.