



BANCO CENTRAL EUROPEO

BOLETÍN MENSUAL MARZO

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL MARZO 2005

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

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

© Banco Central Europeo, 2005

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 2 de marzo de 2005.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro
Evolución monetaria y financiera
Precios y costes
Producto, demanda y mercado de trabajo
Evolución de las finanzas públicas
Evolución de los tipos de cambio
y de la balanza de pagos

Recuadros

- 1 Previsiones de inflación obtenidas a partir de indicadores monetarios **21**
- 2 La volatilidad del tipo de interés a un día desde una perspectiva a medio plazo **27**
- 3 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período transcurrido entre el 9 de noviembre de 2004 y el 7 de febrero de 2005 **29**
- 4 Medida del coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro **38**
- 5 Transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos desde el inicio de la tercera fase de la UEM **42**
- 6 Tendencias del endeudamiento y la morosidad de los hogares de la zona del euro **49**
- 7 Datos de las encuestas a los directores de compras sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción **55**
- 8 El «efecto arrastre» en el crecimiento medio anual del PIB real en el 2005 **61**
- 9 Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro **66**
- 10 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro **69**

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

9 CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA I

16 EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL) V

79 DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2003 IX

GLOSARIO XV

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board at the exporter's border</i>)
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 marzo de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener en el 2% el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que no existe evidencia significativa de que se estén acumulando presiones inflacionistas internas en la zona del euro. En consecuencia, no ha modificado los tipos de interés oficiales del BCE. Estos tipos se sitúan en niveles históricamente bajos y están contribuyendo de forma importante a la recuperación de la economía. Al mismo tiempo, existen riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo, que reclaman una vigilancia continuada del Consejo de Gobierno.

Comenzando con el análisis económico en el que se fundamenta la valoración del Consejo de Gobierno, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,2% en el cuarto trimestre del 2004, según la primera estimación de Eurostat. Por otra parte, el crecimiento del PIB real correspondiente al tercer trimestre ha sido revisado a la baja hasta el 0,2%. Este resultado global del segundo semestre del año pasado fue decepcionante. No obstante, la composición del crecimiento de la demanda del cuarto trimestre muestra diversos indicios positivos en relación con la tendencia subyacente. El reforzamiento de la demanda interna y, en concreto, del consumo, podría indicar que la recuperación de la actividad económica de la zona del euro está retomando impulso.

La debilidad del crecimiento del PIB real durante el segundo semestre del 2004 podría ser un fenómeno de naturaleza transitoria por varias razones. En el ámbito exterior, la fortaleza que sigue manifestando el crecimiento económico mundial constituye un respaldo para las exportaciones de la zona del euro. En el ámbito interno, se espera que la inversión continúe beneficiándose de unas condiciones de financiación muy favorables, de la buena situación de los beneficios y de la mayor eficiencia de las empresas. El

crecimiento del consumo debería verse favorecido por la evolución esperada de la renta real disponible.

En consecuencia, el Consejo de Gobierno estima que el crecimiento económico continuará en el 2005 y el 2006. Esta evaluación queda también reflejada en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de marzo del 2005, que señalan un crecimiento del PIB real de la zona del euro, en promedio, entre el 1,2% y el 2,0% durante el 2005 y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2006. Estas proyecciones son inferiores a las publicadas por los expertos del Eurosistema en diciembre del 2004, como consecuencia de la mayor debilidad de la economía observada en los últimos meses del 2004. Las previsiones realizadas por organizaciones internacionales y entidades privadas presentan una perspectiva general muy similar.

El panorama que se desprende de las proyecciones incluye una serie de riesgos. En el ámbito exterior, los elevados niveles de los precios del petróleo, su volatilidad y la persistencia de desequilibrios mundiales suponen riesgos a la baja para el crecimiento. En cuanto a los tipos de cambio, el Consejo de Gobierno reitera su opinión, expresada cuando el euro se apreció de forma acusada, de que tales variaciones del tipo de cambio no son favorables ni deseables para el crecimiento económico. En el ámbito interno, la evolución del consumo está rodeada de incertidumbres, al tiempo que las muy favorables condiciones de financiación y la recuperación de los beneficios empresariales podrían traducirse en un crecimiento de la inversión mayor del proyectado en este momento.

Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió sustancialmente en enero del 2005, situándose en el 1,9% frente al 2,4% registrado en diciembre del 2004. Este resultado se debió, en gran parte, a efectos de base relacionados con la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados observada en varios países. En febrero, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue del 2,0%.



Es probable que la tasa de inflación interanual fluctúe en torno al 2% durante los próximos meses. A más largo plazo, la información disponible no apunta a una mayor acumulación de presiones inflacionistas en la zona del euro. Los incrementos salariales se han mantenido contenidos en los últimos trimestres, tendencia que, en un contexto de crecimiento económico moderado, debería proseguir en el futuro.

Estas expectativas quedan también reflejadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de marzo del 2005. Se estima que la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 1,6% y el 2,2% en el 2005 y entre el 1,0% y el 2,2% en el 2006. Estas proyecciones son prácticamente iguales a las publicadas por los expertos del Eurosistema en diciembre del 2004 y coherentes con las previsiones publicadas recientemente por organizaciones internacionales y entidades privadas.

Resulta necesario tomar en consideración diversos riesgos al alza para estas proyecciones, fundamentalmente la trayectoria futura de los precios del petróleo. Asimismo, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían mostrar de nuevo una subida inesperada. Por otra parte, se requiere una continua vigilancia en relación con el posible riesgo de que los incrementos de los precios observados en el pasado tengan efectos secundarios en la fijación de salarios y precios en el conjunto de la economía. Por lo tanto, ha de vigilarse atentamente la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo.

El análisis monetario aporta información adicional sobre las perspectivas de la evolución de los precios en horizontes temporales a medio y largo plazo. Los últimos datos monetarios confirman la intensificación del crecimiento de M3 observada desde mediados del 2004, lo que refleja progresivamente el efecto estimulante de los tipos de interés de la zona del euro, situados en niveles históricamente bajos. Como resultado de la persistencia del fuerte crecimiento de M3 durante los últimos años, el nivel de liquidez disponible en la zona del euro es sustancialmente superior al necesario para financiar un crecimiento económico no inflacio-

nista. Esta evolución, que podría representar riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, ha de vigilarse atentamente.

El nivel excepcionalmente reducido de los tipos de interés reales está, asimismo, fomentando la demanda de crédito por parte del sector privado. El crecimiento de los préstamos concedidos a sociedades no financieras ha seguido aumentando durante los últimos meses. Además, la demanda de préstamos para la adquisición de vivienda ha seguido siendo intensa, contribuyendo al fuerte dinamismo de la evolución de los precios de la vivienda en diversas regiones de la zona del euro.

En síntesis, el análisis económico corrobora que las presiones inflacionistas internas se mantienen contenidas, si bien es preciso realizar un atento seguimiento de los diversos riesgos al alza existentes para la estabilidad de precios a medio plazo. El contraste con el análisis monetario avala la necesidad de mantener una actitud vigilante en lo que se refiere a la concreción de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que se refiere a las políticas presupuestarias, el Consejo de Gobierno observa que, aunque se han realizado progresos en cuanto al saneamiento presupuestario y los programas de estabilidad actualizados de algunos países de la zona del euro contemplan medidas para la corrección de déficit excesivos, en varios países se necesita alcanzar un mayor grado de saneamiento. En concreto, diversos países no tienen previsto aplicar un plan de medidas de ajuste suficientemente ambiciosas, ni tienen como objetivo lograr situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit al término del horizonte temporal del programa. En algunos casos, además, los objetivos presupuestarios están basados en supuestos de crecimiento muy optimistas y en medidas insuficientemente especificadas.

En lo que concierne al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, las discusiones han de concretarse pronto en una conclusión convincente, con un resultado que garantice la disciplina presupuestaria. La credibilidad del procedimiento de déficit excesivo ha de preservarse íntegramente, puesto que resulta

esencial no sólo para la estabilidad y la cohesión macroeconómica de la zona del euro, sino también para la confianza y las perspectivas de crecimiento de todos los Estados miembros.

A este respecto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente la decisión del Consejo ECOFIN, basada en una recomendación de la Comisión Europea, de pasar, por primera vez, a la fase siguiente del procedimiento de déficit excesivo y formular una advertencia a Grecia, de conformidad con el apartado 9 del artículo 104 del Tratado. El Consejo de Gobierno estima, asimismo, que la ampliación del plazo, desde 2005 hasta 2006, para la corrección del déficit excesivo lleva al límite el margen de interpretación de las normas y los procedimientos. En este momento, resulta indispensable que Grecia adopte medidas eficaces para corregir sus graves desequilibrios presupuestarios.

En cuanto a los factores estructurales, la tendencia de crecimiento de la productividad de la zona del euro ha observado una relativa debilidad desde mediados de los noventa. El análisis de los determinantes de la productividad muestra que la ralentización de su crecimiento en la zona del euro está relacionada, en parte, con el aumento del empleo debido a la mayor participación de mano de obra poco cualificada. El mantenimiento de la moderación salarial y cierto grado de progreso en materia de reformas del mercado laboral destinadas a in-

crementar la participación en el mercado de trabajo parecen haber orientado, en parte, la producción hacia una mayor utilización del trabajo.

También hay indicios de que el descenso del ritmo de crecimiento de la productividad observado en la zona del euro desde mediados de la década de los noventa obedece a una insuficiencia de la utilización de tecnologías destinadas a la mejora de la productividad. El crecimiento de la productividad ha aumentado en las actividades de producción de tecnologías de la información y de la comunicación o de servicios relacionados con su suministro, aunque ha descendido en muchas otras ramas de la economía. Esto apunta a la existencia de rigideces estructurales en la zona del euro que impiden u obstaculizan una difusión rápida y efectiva de nuevas tecnologías, así como la mejora de los procesos de producción en la economía.

En este contexto, resulta crucial la introducción de reformas estructurales encaminadas a favorecer la innovación, la inversión y la productividad y que promuevan el empleo de tecnologías destinadas a la mejora de la productividad. La adopción de medidas para estimular la competencia en los mercados de productos, facilitar los procesos de reestructuración y mejorar el capital humano mediante sistemas educativos y programas de capacitación profesional adecuados podrían acelerar las ganancias de productividad resultantes de la aplicación de nuevas tecnologías.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento de la economía mundial, aunque se ha moderado ligeramente, sigue siendo vigoroso, con la notable excepción de Japón. En general, se están aplicando gradualmente políticas menos expansivas, y las favorables condiciones de financiación continúan respaldando el crecimiento. No obstante, los precios del petróleo se mantienen en niveles elevados en un entorno de considerable volatilidad. Al mismo tiempo, persisten los desequilibrios mundiales. Sin embargo, y pese a estos factores de riesgo, las perspectivas para la economía mundial y la demanda exterior de la zona del euro siguen siendo relativamente favorables.

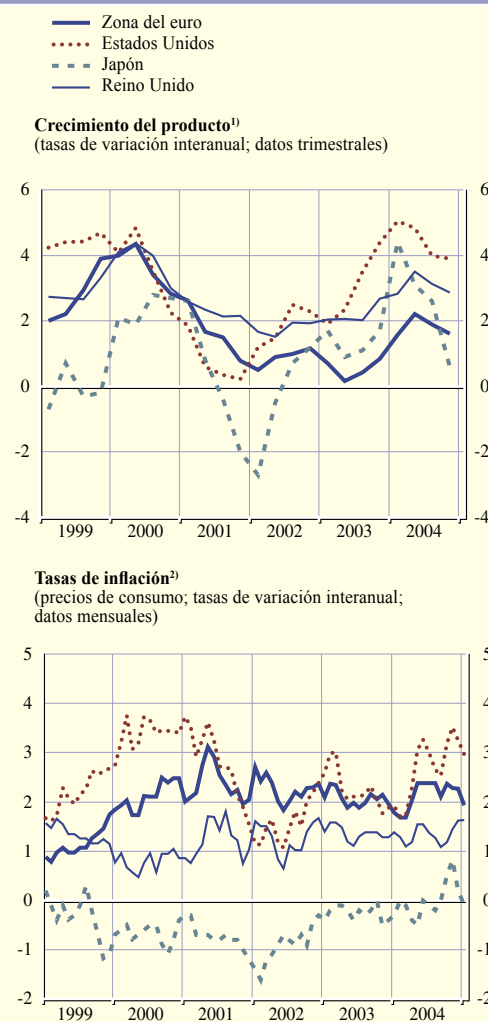
1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La economía mundial siguió creciendo a un ritmo bastante vigoroso hasta el final del 2004, y los indicadores disponibles hasta la fecha sugieren que esta situación se ha mantenido también a principios del 2005. En general, y de forma gradual, se están aplicando políticas menos expansivas y prosigue el crecimiento con el respaldo de las favorables condiciones de financiación, ya que los tipos de interés reales se mantienen en líneas generales en niveles bajos. El dinamismo de la actividad en Estados Unidos y China donde el crecimiento, en cifras intertrimestrales, volvió a aumentar en el cuarto trimestre, favoreció el crecimiento de la economía mundial a finales del 2004. Japón fue una notable excepción en este amplio panorama de crecimiento mundial vigoroso y generalizado, al registrar por tercer trimestre consecutivo tasas de crecimiento negativas en el último trimestre del 2004

Con todo, la inflación medida por los precios de consumo se ha moderado recientemente en muchos países, en parte como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas a finales del 2004. No obstante, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos los componentes energéticos y los alimentos, ha seguido aumentando gradualmente en varios de los principales países. En el caso de los países de la OCDE, este indicador pasó del 2% en el tercer trimestre del 2004 al 2,1% en el cuarto trimestre.

Los elevados y volátiles precios del petróleo han seguido siendo un lastre para la economía mundial. Al mismo tiempo, en los mercados financieros mundiales persistió cierta inquietud respecto a los desequilibrios externos, que se hizo evidente en la reacción de los mercados de divisas ante la publicación de diversos

Gráfico I Principales indicadores de las economías más industrializadas



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) IAPC para la zona de euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

datos en febrero, que afectaron a la valoración de la probable trayectoria del ajuste por parte de los mercados.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos la actividad económica sólo experimentó una ligera desaceleración en el último trimestre del 2004. Según estimaciones provisionales, el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 3,8% en el cuarto trimestre. Una contribución negativa del comercio exterior contrarrestó en parte la persistente fortaleza subyacente del gasto en consumo privado —estimulado por el gasto en bienes de consumo duradero, que sigue siendo sólido— y de la inversión privada en bienes de equipo y *software*. Para el conjunto del año 2004, el crecimiento del PIB real fue del 4,4%, la tasa más alta de los cinco últimos años. Los datos disponibles para los primeros meses del 2005 indican que la actividad de la economía interna, pese a haber mantenido su dinamismo, podría haber experimentado una ligera desaceleración con respecto al vigoroso ritmo de crecimiento observado al final del 2004. Por lo que respecta a las empresas, el crecimiento intermensual de la producción industrial se caracterizó por su atonía en enero y, por consiguiente, la tasa de utilización de la capacidad productiva se mantuvo prácticamente sin cambios como resultado, en buena medida, de la falta de dinamismo de las empresas de agua, gas y electricidad, componente que es sensible a las condiciones meteorológicas. Al mismo tiempo, los pedidos de bienes de capital no destinados a la defensa, excluidas las aeronaves, volvieron a aumentar en enero. Aunque los índices de clima empresarial en las manufacturas muestran, en general, un cierto retroceso respecto a los máximos del pasado año, siguen indicando, no obstante, un aumento al principio del 2005. Con respecto a los hogares, el gasto real en consumo personal se redujo en enero en tasas intermensuales, como resultado, en gran medida de un descenso de las compras de automóviles en relación con los elevados niveles registrados a finales del 2004.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía estadounidense continuará siendo, en general, vigoroso en el corto plazo. Los elevados beneficios empresariales y los bajos costes de financiación contribuirán seguramente a respaldar la inversión privada. Las favorables condiciones de financiación, así como la acumulación de riqueza gracias a la persistente y vigorosa expansión del mercado de la vivienda seguirán favoreciendo el gasto en consumo de los hogares. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores se ha mantenido relativamente firme durante los primeros meses del 2005. Dados los mínimos históricos que registran las tasas de ahorro personal y el elevado endeudamiento de los hogares, que alcanza máximos igualmente históricos, el crecimiento sólido y sostenido del gasto de los hogares depende, en gran medida, de cómo evolucione la renta disponible. Una nueva absorción de capacidad productiva no utilizada en el mercado de trabajo podría ayudar a sostener los ingresos que los hogares obtienen en forma de sueldos y salarios, lo que a su vez se traduciría en un aumento de la renta disponible. La respuesta de los sueldos y salarios a una nueva mejora de las condiciones del mercado de trabajo depende, en buena medida, de cómo afecte esta última a la tasa de actividad, que actualmente se sitúa en mínimos históricos.

La inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 3% en enero, lo que representa un descenso respecto al máximo del 3,5% observado en noviembre. El aumento interanual del IPC, excluidos los alimentos y la energía se elevó ligeramente hasta el 2,3% en el mismo mes. La evolución del deflactor del gasto en consumo personal en enero fue similar a la del índice de precios de consumo.

Por lo que respecta a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, en su reunión del 1 y 2 de febrero de 2005, elevó los tipos de interés de referencia de los fondos federales en 25 puntos básicos, por sexta vez consecutiva, hasta el 2,5%. En consonancia con

los comunicados de reuniones anteriores, se indicó que «la política monetaria acomodaticia podrá eliminarse a un ritmo que probablemente sea moderado». En el proyecto de presupuesto para el ejercicio fiscal 2006, que se dio a conocer a primeros de febrero, se mantiene el objetivo de reducir a la mitad el déficit público para el ejercicio fiscal 2009 mediante los recortes propuestos de los gastos discrecionales; los planes de reducción del déficit se basan en el supuesto de que no haya que incrementar los gastos de defensa para las operaciones que se están desarrollando en Irak y Afganistán más allá del ejercicio fiscal en curso.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha estado atravesando un período de debilidad. Según estimaciones provisionales, el PIB real se redujo un 0,1% en tasas intertrimestrales durante el último trimestre del 2004. La desagregación de las cifras del PIB más recientes indica que este descenso se debe, en gran medida, a una contribución negativa tanto del consumo privado como de la demanda exterior neta. Por el contrario, cabe mencionar la contribución positiva de la inversión privada no residencial y del consumo público. Al mismo tiempo, se revisó a la baja el crecimiento del PIB correspondiente a los tres últimos trimestres del 2004, en parte como consecuencia de los cambios en los métodos de desestacionalización. De acuerdo con estos datos revisados, Japón también registró tasas intertrimestrales negativas de crecimiento del PIB real en el segundo y tercer trimestres del 2004 (−0,2% y −0,3%, respectivamente). No obstante, debido a efectos de base y al vigoroso crecimiento del primer trimestre, el crecimiento del PIB real correspondiente al conjunto del año (2,6%) fue el más alto registrado desde 1996. Es probable que estas cifras vuelvan a revisarse, con lo que, posiblemente, se ajusten más a la evolución de otros indicadores económicos que —si bien apuntan a un notable debilitamiento a partir del primer trimestre— no sugieren una contracción propiamente dicha en los tres últimos trimestres.

De cara al futuro, es probable que la actividad económica mantenga su atonía en los próximos trimestres, a medida que se aproxime a su fin el ajuste de las existencias actualmente en curso en las manufacturas, especialmente en el sector de la informática.

En lo que respecta a la evolución de los precios, persisten las presiones deflacionistas moderadas y últimamente se ha observado un cierto efecto a la baja sobre los precios de consumo como consecuencia de la desregulación de los servicios públicos actualmente en marcha. En enero del 2005, la tasa de variación interanual del IPC se redujo a −0,1%, tras haberse situado en un 0,2% en el mes anterior. La tasa correspondiente del IPC, excluidos los alimentos frescos, también bajó, de −0,2% en diciembre a −0,3% en enero. Al mismo tiempo, el deflactor del PIB se redujo un 0,3%, en tasas interanuales, en el cuarto trimestre del 2004, tras un descenso del 1,4% en el trimestre anterior. El 17 de febrero de 2005, el Banco de Japón confirmó su objetivo de mantener el margen de 30 a 35 billones de yenes para el saldo vivo de las cuentas corrientes.

REINO UNIDO

Reino Unido sigue registrando un sólido crecimiento. El PIB real repuntó hasta alcanzar una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,7% en el cuarto trimestre del 2004. La principal contribución provino de la demanda interna, concretamente de la inversión, que aumentó hasta una tasa intertrimestral del 1,4%. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue negativa en el cuarto trimestre. La actividad del mercado de la vivienda volvió a desacelerarse en enero del 2005, pero el aumento más lento de los precios de la vivienda parece haber tenido un impacto más limitado sobre el consumo que en el pasado. Por otro lado, persistieron las tensiones en el mercado de trabajo, dado que la tasa de ocupación subió hasta el 74,9% en el cuarto trimestre del 2004 y que también aumentó el número de vacantes. Además, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración media —incluidos y excluidos los componentes salariales variables— se elevó ligeramente en dicho trimestre, aunque el



impacto sobre los costes laborales unitarios se atenuó gracias a los aumentos de productividad del trabajo, que fueron bastante notables. La inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,6% en enero (sin cambios respecto a diciembre del 2004) y, por lo tanto, por debajo del objetivo de inflación del 2%.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía del Reino Unido se desacelere un poco en el corto plazo. Esta desaceleración es consecuencia, en parte, del efecto de moderación de la serie de aumentos de los tipos de interés y de la atenuación de la actividad del mercado de la vivienda que se han producido recientemente.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

El panorama económico para los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro sigue siendo relativamente favorable, aunque el crecimiento del producto en el segundo semestre del 2004 fue, en general, menos vigoroso que en el primero. No obstante, la demanda de esta región continúa influyendo positivamente en la demanda exterior de la zona del euro. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas en la mayoría de estos países.

En Dinamarca y Suecia, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo ligeramente hasta el 0,1% y el 0,9%, respectivamente, en el tercer trimestre del 2004. En Dinamarca, el mayor crecimiento de la demanda interna se compensó con una significativa expansión de las importaciones. En el caso de Suecia, el factor que más contribuyó al crecimiento fue un aumento de las existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta resultó negativa. En el cuarto trimestre, el PIB real volvió a recuperarse en Dinamarca con una tasa de crecimiento del 0,7%. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo por debajo del 1% en ambos países en enero del 2005, como consecuencia del descenso de los precios del combustible. De cara al futuro, se prevé que, en Dinamarca, la demanda interna sea el principal motor de crecimiento del PIB real. En Suecia, se espera que el crecimiento del producto siga siendo relativamente elevado y que el aumento de la demanda interna compense una contribución más moderada de la demanda externa.

En los tres nuevos Estados miembros más grandes de la UE (Polonia, Hungría y la República Checa), la actividad económica continuó aumentando vigorosamente en el segundo semestre del 2004, aunque a un ritmo más lento que antes, al tiempo que se redujeron las presiones inflacionistas. En Polonia, de acuerdo con las estimaciones provisionales, la tasa de crecimiento interanual del PIB real volvió a decrecer hasta algo menos del 4% en el cuarto trimestre del 2004, mientras que en Hungría se mantuvo estable en el 3,7%. En la República Checa también se moderó el crecimiento interanual del PIB real, que se situó en el 3,5% en el tercer trimestre. La inversión siguió siendo uno de los principales factores determinantes del crecimiento en estos dos países durante el tercer trimestre, mientras que los gastos de capital sólo aumentaron gradualmente en Polonia. Salvo en el caso de Polonia, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue, en general, limitada o negativa. Las importaciones registraron un fuerte incremento, debido al dinamismo de la inversión y al elevado contenido en importaciones de este componente del gasto. A corto plazo, se espera que el producto siga creciendo a un ritmo vigoroso. La inflación interanual medida por el IAPC, que había aumentado considerablemente en el primer semestre del 2004, continuó reduciéndose en los tres países. La reciente apreciación de las monedas nacionales podría haber tenido algún efecto a la baja sobre los precios. En la República Checa, la inflación medida por el IAPC fue relativamente moderada (un 1,5%) en enero, mientras que en Polonia y Hungría se situó en el 3,8% y el 3,9%, respectivamente.

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro la actividad económica siguió aumentando de forma vigorosa en el tercer trimestre del 2004 y es probable que el crecimiento del

producto haya mantenido el dinamismo hacia finales del año. La inflación en la mayoría de estos Estados miembros se redujo a final de año y desapareció gradualmente el efecto de las anteriores subidas de precios, de carácter transitorio

En Suiza, los datos publicados recientemente indicaban una desaceleración de la actividad hacia finales de año. Aunque las exportaciones se redujeron hacia el final del 2004, podrían repuntar más tarde en este año, dado que la apreciación experimentada anteriormente por el franco suizo se revirtió, en gran medida, en diciembre. Como consecuencia del descenso de los precios de la energía, la inflación interanual medida por el IPC fue del 1,2% en enero del 2005, en comparación con el 1,6% registrado en noviembre del 2004. El 16 de diciembre de 2004, el Banco Nacional Suizo decidió no modificar la banda de objetivos que utiliza para el tipo Libor a tres meses, que se sitúa, por consiguiente entre el 0,25% y el 1,25%.

En Rusia, la actividad económica continuó siendo bastante sólida con el respaldo de los elevados precios del petróleo. En el cuarto trimestre del 2004, la tasa de crecimiento interanual del PIB real era del 6,7%, tras el 7,1% observado en el tercer trimestre. El continuo dinamismo de la inversión y el consumo privados contribuyeron positivamente a ese crecimiento. Las primeras estimaciones indican que, para el conjunto del año 2004, el crecimiento fue del 7,1%, cifra ligeramente inferior a la registrada en el año anterior. La inflación siguió siendo alta: la tasa de variación interanual del IPC se situó en el 12,7% en enero del 2005 como consecuencia, en parte, de las subidas de los precios administrados.

ASIA EXCLUIDO JAPÓN

En Asia, excluido Japón, la actividad económica siguió desacelerándose moderadamente en varias economías, pero se mantuvo firme en China. Con todo, la región en su conjunto, que representa alrededor del 14% de la demanda exterior de la zona del euro, continuó creciendo a un ritmo vigoroso. La desaceleración de la actividad reflejó, en gran medida, una ralentización de las exportaciones, que se tradujo en una desaceleración de la actividad industrial. En cambio, el consumo privado siguió siendo, en general, relativamente dinámico. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas continuaron atenuándose en toda la región.

En China, el vigoroso crecimiento se prolongó hasta principios del 2005, respaldado por la evolución del comercio. Las exportaciones aumentaron un 42,2%, en tasas interanuales, en enero, mientras que las importaciones lo hicieron en un 23,9%; como consecuencia, se registró un abultado superávit comercial. La inflación se redujo de nuevo, desde el 2,4% en diciembre hasta el 1,9% en enero. En Corea del Sur, la actividad económica total siguió siendo relativamente dinámica, impulsada por las exportaciones. Sin embargo, la demanda interna continuó siendo débil, aunque se observaron algunas señales de mejora en el gasto en consumo.

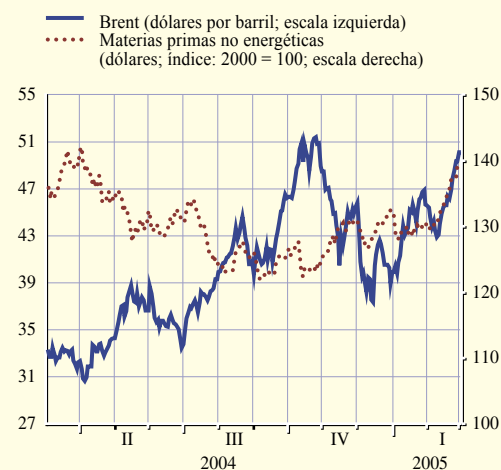
A corto plazo, se prevé que la actividad total en Asia, excluido Japón, siga siendo sólida. Si bien es probable que el crecimiento del comercio experimente una ligera desaceleración, se espera que el consumo privado mantenga un buen ritmo de crecimiento, principalmente como resultado de una mejora general de los mercados de trabajo. Así pues, es probable que la demanda interna sustituya a la demanda exterior neta como principal fuerza impulsora del crecimiento económico en el año 2005. Las presiones inflacionistas subyacentes seguirán siendo, probablemente, moderadas.

AMÉRICA LATINA

En América Latina la información disponible indica que ha continuado el dinámico crecimiento del producto real. La expansión económica ha seguido siendo bastante generalizada en las tres economías más grandes de la región (Argentina, Brasil y México), ya que tanto las exportaciones como la deman-

da interna han registrado fuertes aumentos, estimuladas en parte por la vigorosa demanda mundial de materias primas. Tanto en México como en Brasil, el PIB real creció un 4,9% (en tasas interanuales) en el último trimestre del 2004, mientras que, en Argentina, la producción industrial aumentó un 8,5%, también en tasas interanuales. De cara al futuro, es probable que la situación económica siga siendo favorable y se prevé que las exportaciones y la demanda interna continuarán siendo sólidas. La persistencia de las presiones inflacionistas que, en gran medida, tienen su origen en el vigoroso crecimiento de la demanda interna de la región constituyen uno de los riesgos a la baja para las perspectivas. En la coyuntura actual, es difícil evaluar cuál será exactamente el impacto económico del proceso de reestructuración de la deuda, actualmente en curso en Argentina, que constituye una de las principales causas de incertidumbre en la región.

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWA.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

La evolución de los precios del petróleo ha seguido caracterizándose por una notable volatilidad. Tras los máximos históricos alcanzados en octubre del 2004, los precios del crudo bajaron durante el resto del año para repuntar con fuerza en enero. A finales de febrero, se aproximaban a los niveles observados en octubre. El descenso inicial de los precios del petróleo registrado a primeros de febrero tuvo lugar después de que se celebrasen las elecciones en Irak sin graves problemas para el abastecimiento de petróleo del país, y tras la decisión de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) de no variar su cuota de producción a finales de enero. No obstante, los precios del crudo repuntaron en la segunda mitad de febrero después de que la Agencia Internacional de la Energía publicase su informe sobre los mercados petroleros, en el que, para el año 2005, se proyectaba una contracción de dichos mercados, a diferencia de su previsión anterior. La Agencia Internacional de la Energía revisó al alza sus proyecciones de crecimiento de la demanda en el 2005, mientras que las perspectivas de crecimiento de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP en el 2005 se revisaron a la baja. Una ola de frío que afectó a Europa y a América del Norte, así como los comentarios de los delegados de la OPEP en el sentido de que los precios del petróleo podrían seguir siendo elevados durante el resto del año, contribuyeron a fortalecer los precios. El precio del barril de Brent alcanzó los 50 dólares estadounidenses el 2 de marzo. Se prevé que el estrecho margen de capacidad productiva sin utilizar a lo largo del proceso de producción y, como consecuencia, la gran sensibilidad ante cambios imprevistos en el equilibrio entre oferta y demanda, harán que los precios del crudo continúen siendo altos y volátiles. Los participantes en el mercado esperan que los precios del petróleo sólo bajen gradualmente hasta situarse en unos 42,9 dólares el barril a finales del 2007.

En febrero, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron al incrementarse los precios de las materias primas industriales y los precios de los alimentos. En conjunto, expresados en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas eran en febrero del 2005 un 1% más altos que un año antes.

I.3 PERSPECTIVAS GENERALES DEL ENTORNO EXTERIOR

Se prevé que el crecimiento de la economía mundial y de la demanda exterior de la zona del euro siga siendo vigoroso, si bien experimentará una cierta moderación en comparación con las altas tasas observadas en el año 2004. Es de esperar que el mantenimiento de las favorables condiciones de financiación contribuya positivamente a esta situación. Algunos indicadores mundiales, como el Índice mundial de directores de compras y el indicador adelantado sintético de la OCDE, confirman esta evaluación. No obstante, la persistencia de los elevados precios del petróleo, unida a una considerable volatilidad a corto plazo, representa un riesgo para las perspectivas. Cabe señalar, además, que aún no se han resuelto algunos problemas relacionados con los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El fortalecimiento del crecimiento de M3 observado en el segundo semestre del 2004 continuó al final del año, a pesar de la evidencia de la progresiva normalización en curso del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. La dinámica monetaria continuó impulsada por el impacto favorable del reducido nivel de los tipos de interés sobre los componentes más líquidos de M3. Los bajos tipos de interés también contribuyeron a que se intensificara el crecimiento del crédito. En general, en la zona del euro sigue habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento no inflacionista, lo que podría plantear riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El fortalecimiento del crecimiento de M3 observado en el segundo semestre del 2004 continuó al final del año. En enero del 2005, la tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 6,6%, desde el 6% del último trimestre del 2004 y el 5,6% del tercer trimestre. La media móvil de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 en el período comprendido entre noviembre del 2004 y enero del 2005 se elevó hasta el 6,3%, desde el 6,1% del período transcurrido entre octubre y diciembre del 2004 (véase gráfico 3).

La evolución monetaria continuó impulsada por dos factores contrapuestos. Por un lado, los bajos tipos de interés se tradujeron en un coste de oportunidad reducido de mantener efectivo y, por ello, causó un impacto al alza sobre el crecimiento de M3, especialmente sobre sus componentes más líquidos. Este efecto positivo puede ser especialmente intenso si se consideran los reducidos tipos de interés, debido a los costes de transacción asociados a los desplazamientos en favor de activos menos líquidos.

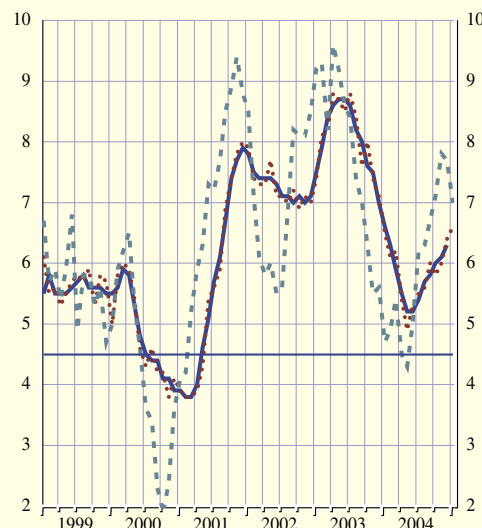
Por otro lado, la normalización en curso del comportamiento en cuanto a la asignación de carteras tras la excepcional preferencia por la liquidez registrada entre el 2001 y mediados del 2003 ha tendido a amortiguar el crecimiento monetario. De hecho, aunque la expansión interanual de M3 ha estado aumentando desde el segundo semestre del 2004, la moderación observada en el crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y los persistentes e intensos flujos de entrada en los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM indican que ha continuado la normalización de las pautas de inversión financiera, aunque a un ritmo gradual.

La tasa de crecimiento interanual de una medida de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera siguió siendo superior a la de M3 oficial (véase gráfico 4)¹. La diferencia entre

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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

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



Fuente: BCE.

¹ Para conocer más detalles, véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real» en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2004.

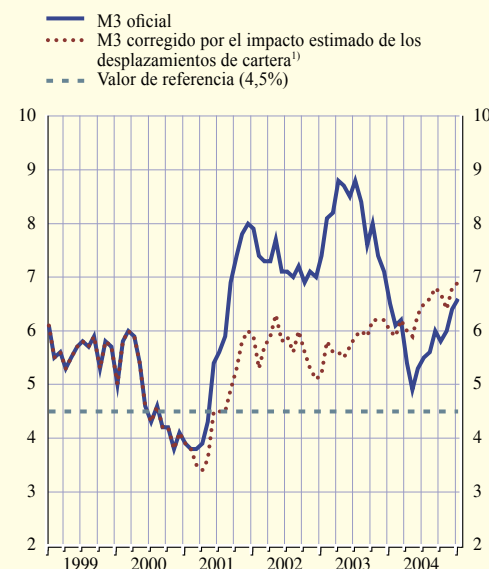
la tasa de crecimiento interanual de la medida corregida y la de M3 oficial no es elevada, y se redujo hacia el final del año, a medida que se moderaba el ritmo de normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. No obstante, cabe observar que dada la inevitable incertidumbre a la que están sujetas las estimaciones de la magnitud de los citados desplazamientos, es necesario actuar con cierta cautela al interpretar la serie corregida.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En el período considerado, el intenso crecimiento interanual de M1 continuó constituyendo la contribución más importante a la expansión de M3 (véase gráfico 5), lo que confirma la opinión de que, actualmente, los reducidos tipos de interés son el principal factor impulsor de la evolución monetaria. La tasa de crecimiento interanual de M1 descendió moderadamente en el último trimestre del 2004, aunque se mantuvo elevada, en el 9,3%, en comparación con el 9,6% registrado en el tercer trimestre (véase cuadro 1). Esta reducción fue el resultado de la moderación de las tasas de crecimiento del efectivo en circulación y de los depósitos a la vista, que, al menos en parte, se invirtió en enero del 2005, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M1 ascendió hasta el 9,2%, desde el 8,4% de diciembre. Estos datos se vieron influidos por el impacto del efecto de fin de año.

Gráfico 4 M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera

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



Fuente: BCE.

1) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual						
		2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 Dic	2005 Ene
M1	45,0	11,0	11,0	10,2	9,6	9,3	8,4	9,2
Efectivo en circulación	7,1	26,5	24,0	21,6	20,3	19,1	17,0	18,5
Depósitos a la vista	37,9	8,7	9,1	8,5	7,9	7,6	6,9	7,7
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,6	4,8	3,3	1,7	2,0	3,4	4,5	4,4
Depósitos a plazo hasta dos años	15,7	-3,0	-4,4	-7,0	-5,9	-2,4	0,2	0,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,9	11,0	9,2	8,1	7,6	7,5	7,4	7,0
M2	85,6	7,9	7,2	6,0	5,8	6,4	6,5	6,9
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,4	5,8	2,4	2,0	4,0	3,8	5,8	4,8
M3	100,0	7,6	6,4	5,4	5,6	6,0	6,4	6,6
Crédito a residentes en la zona del euro		5,8	5,8	6,0	6,2	6,0	6,0	6,5
Crédito a las Administraciones Públicas		6,5	6,0	6,4	6,4	3,7	2,3	3,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,5	1,2	2,3	2,4	0,7	-0,6	0,3
Crédito al sector privado		5,6	5,7	5,9	6,2	6,6	7,0	7,3
Préstamos al sector privado		5,3	5,4	5,6	6,2	6,8	7,0	7,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		6,4	7,2	8,3	8,6	8,9	9,3	9,1

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista alcanzó el 3,4% en el último trimestre, frente al 2% del trimestre anterior, como consecuencia de la reducción de la tasa de descenso interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (depósitos a plazo), mientras que los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (depósitos de ahorro) continuaron creciendo con intensidad a una tasa que, en general, no se modificó. Sin embargo, la evolución del último trimestre resultó considerablemente afectada por los desplazamientos de fondos desde depósitos a la vista hacia otros depósitos a corto plazo que, sobre la base de los datos de enero, parecen haber sido, en gran parte, temporales. Estos desplazamientos influyeron en la dinámica de M1, pero sólo constituyeron una sustitución dentro de M3.

Tras elevarse hasta el 4% en el tercer trimestre del 2004, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió hasta el 3,8% en el último trimestre, debido a la reducción de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario. Esa evolución confirma la opinión de que el proceso de normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras continuó, aunque a un ritmo gradual, en el cuarto trimestre del 2004. Los demás componentes de los instrumentos negociables registraron cierta volatilidad entre diciembre del 2004 y enero del 2005.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

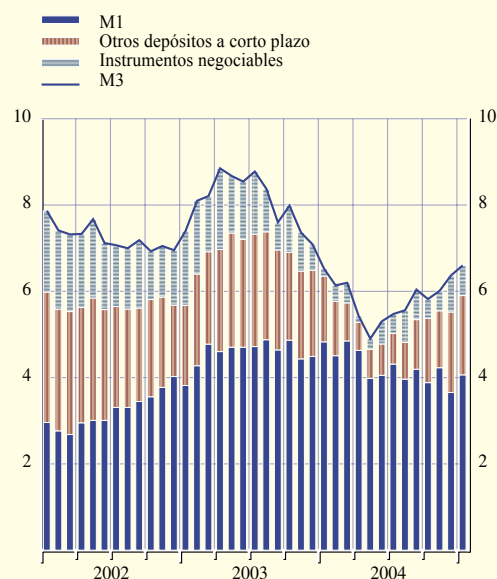
En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se elevó hasta el 6,5% en enero del 2005, confirmando, en general, la evolución observada en el 2004. Esta trayectoria ocultó una persistente tendencia al alza del crecimiento del crédito al sector privado, mientras que el crédito a las Administraciones Públicas tendió a moderarse.

El reducido nivel de los tipos de interés, junto con las mejores condiciones de oferta del crédito, contribuyó al fortalecimiento del crédito al sector privado en el último trimestre, que se situó en el 6,6%, en comparación con el 6,2% del tercer trimestre. La tendencia al alza en la evolución del crédito y de los préstamos continuó en enero, mes en que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 7,3%, desde el 7% de diciembre. El crédito al sector privado también pasó a ser más generalizado en los sectores no financieros (véase la evolución sectorial de los préstamos al sector privado en las secciones 2.6 y 2.7).

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido al sector público cayó desde el 6,4% en el tercer trimestre hasta el 3,7% del cuarto. La moderación observada en el crédito otorgado a este sector del 2004 puede haber estado relacionada con la intensa demanda de valores públicos de la zona del euro por no residentes, como consecuencia de la evolución de las expectativas sobre el tipo de cambio hacia el final del año. En enero del 2005, la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones

Gráfico 5 Contribuciones al crecimiento interanual de M3

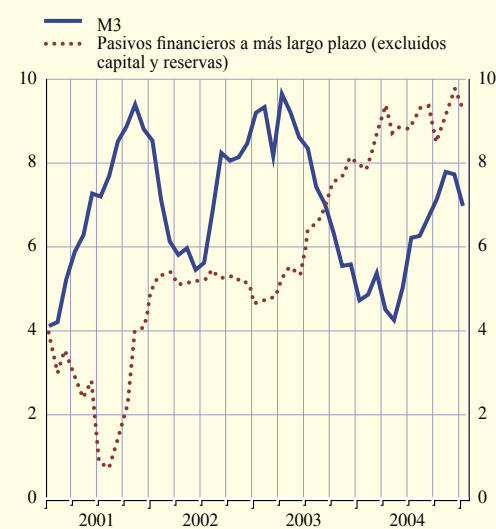
(contribuciones en puntos porcentuales, crecimiento de M3 en porcentaje; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

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

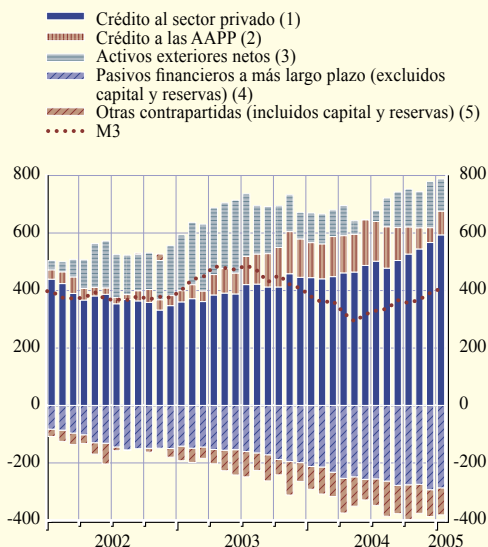
(tasas de variación de seis meses anualizadas; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

Públicas ascendió hasta el 3,7%, desde el 2,3% de diciembre, como resultado del cambio de sentido del marcado descenso de las tenencias de valores públicos por parte de las IFM del mes precedente.

Entre las demás contrapartidas de M3, los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) se han fortalecido desde mediados del 2003 (véase gráfico 6), y se expandieron a una tasa interanual del 9,1% en enero, frente al 8,9% y el 8,6% del cuarto y tercer trimestres, respectivamente. El aumento de la demanda de estos instrumentos a más largo plazo por parte de los inversores de la zona del euro confirma la opinión de que se está produciendo un cambio de sentido gradual hacia un comportamiento más normal de los hogares y las empresas en cuanto a la asignación de carteras, y, de este modo, hacia un incremento de la demanda de activos a más largo plazo.

Al mismo tiempo, los flujos interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro aumentó sólo 112 mm de euros en enero del 2005, en comparación con un incremento de 160 mm de euros en diciembre (véase gráfico 7). Esta evolución obedece a un cambio de sentido de la tendencia observada en el segundo semestre del 2004, período en el que los flujos interanuales hacia los activos exteriores netos fueron positivos, impulsados por la relativamente intensa inversión en activos de la zona del euro por parte de no residentes. Los flujos intermensuales fueron negativos en enero, una trayectoria acorde con el desplazamiento de carteras desde activos monetarios del sector tenedor de dinero de la zona del euro hacia activos de fuera de la zona. Este comportamiento confirma la opinión de que está aumentando la preferencia de los residentes en la zona del euro por activos de mayor riesgo a medida que se normaliza la excepcional inclinación por la liquidez. No obstante, no debe concederse excesiva importancia a las variaciones a corto plazo de este indicador, sobre todo si se tiene en cuenta la volatilidad potencial de la evolución del tipo de cambio, que puede dar lugar a flujos de inversión en activos de la zona del euro procedentes de fuera de la zona y viceversa.

En general, el comportamiento de las contrapartidas de M3 confirma las tendencias observadas recientemente. Por un lado, el intenso crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM es acorde con la persistente normalización del comportamiento de los residentes en la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. Por otro lado, el fuerte ritmo de crecimiento del crédito al sector privado, impulsado, en gran parte, por el reducido nivel de los tipos de interés, continúa impulsando la evolución monetaria.

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

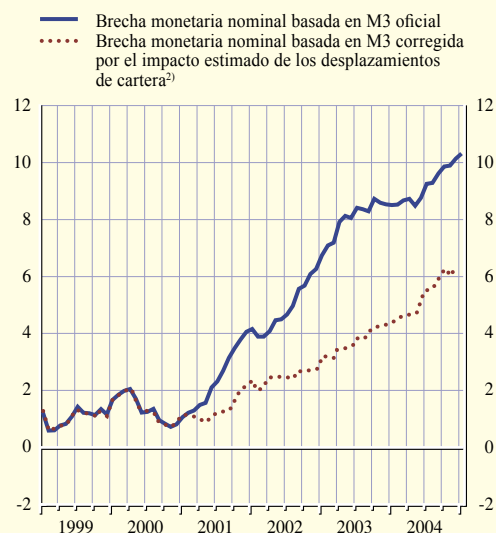
El fortalecimiento del crecimiento de M3 en el último trimestre del 2004 produjo una acumulación del exceso de liquidez en la zona del euro, como indica la evolución de las brechas monetarias nominal y real.

Las brechas monetarias nominales construidas a partir de la serie de M3 oficial y de la serie de M3 corregida por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera volvieron a elevarse en el último trimestre del 2004, hasta alcanzar nuevos máximos. No obstante, las dos brechas permanecieron en niveles muy distintos, y la brecha monetaria elaborada utilizando la serie de M3 corregida apuntaba a un exceso de liquidez considerablemente inferior (véase gráfico 8).

Las brechas monetarias reales tienen en cuenta el hecho de que parte del exceso de liquidez acumulado ha sido absorbido por las subidas de los precios, reflejando desviaciones al alza de las tasas de inflación

Gráfico 8 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998=0)



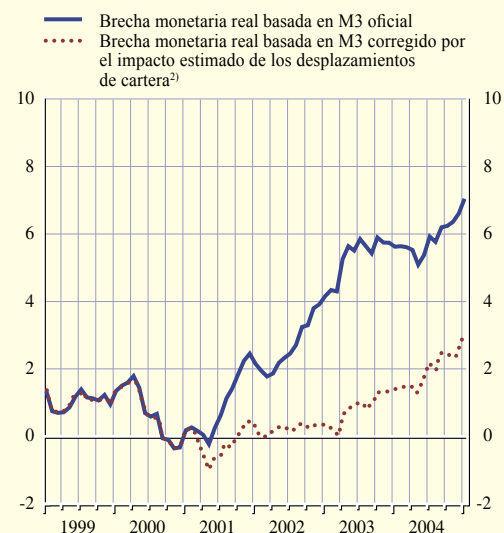
Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 9 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998=0)



Fuente: BCE.

1) La medida de la brecha monetaria real se define como la diferencia existente 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 este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

con respecto al objetivo de estabilidad de precios del BCE. La brecha monetaria real construida utilizando la serie oficial de M3 reanudó su tendencia alcista y también registró nuevos máximos, tras permanecer estable, en general, entre mediados del 2003 y mediados del 2004. La brecha monetaria real construida usando una medida de M3 corregida por el impacto estimado de anteriores desplazamientos de cartera está en un nivel mucho más reducido que la elaborada utilizando la serie de M3 oficial (véase gráfico 9), y su evolución reciente ha sido bastante divergente. A partir de la medida corregida, los indicadores del exceso de liquidez han aumentado considerablemente desde mediados del 2003, una tendencia que continuó en el último trimestre del 2004.

Aunque estas medidas sólo son estimaciones y, en consecuencia, deben interpretarse con cautela, apuntan a un elevado y creciente exceso de liquidez en la zona del euro. La estabilización o reducción de este exceso de liquidez dependerá, fundamentalmente, de la normalización del comportamiento del sector tenedor de dinero de la zona del euro en cuanto a la asignación de carteras. Si se considera desde una perspectiva a medio plazo, el exceso de liquidez plantea un riesgo para la estabilidad de precios, sobre todo si las tenencias líquidas se transformaran en dinero para transacciones en momentos de fortalecimiento de la confianza y de la actividad económica. Además, la combinación del elevado exceso de liquidez y del fuerte crecimiento del crédito podría convertirse en causa de fuertes aumentos del precio de los activos. En el recuadro 1 se ilustran los riesgos para la estabilidad de precios asociados a la evolución de indicadores monetarios a partir de sencillos modelos de indicadores adelantados.

Recuadro 1

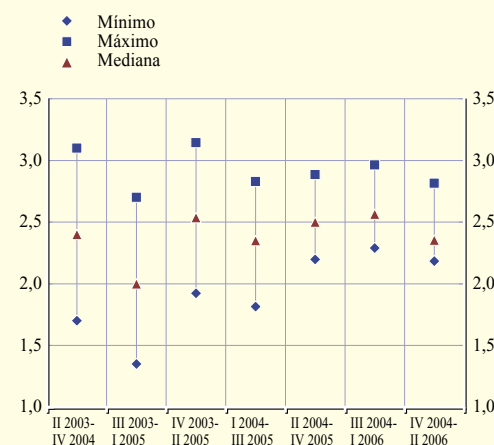
PREVISIONES DE INFLACIÓN OBTENIDAS A PARTIR DE INDICADORES MONETARIOS

La evolución monetaria durante el 2004 muestra la necesidad de una continua vigilancia de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Por ejemplo, el crecimiento de M3 se fortaleció desde mediados del 2004, las medidas del exceso de liquidez (corregidas o no por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera) han vuelto a incrementarse en los últimos trimestres, y la substancial contribución de M1 al elevado nivel de crecimiento de M3 y la mayor correlación del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado y del crecimiento de M3 apuntan a que el reducido nivel de los tipos de interés podría tener un efecto considerable sobre la evolución monetaria.

La valoración cualitativa de que esta evolución entraña riesgos para la estabilidad de precios por el lado monetario puede fundamentarse en los resultados cuantitativos de sencillos modelos de inflación de indicadores adelantados, que utilizan información procedente de distintos indicadores monetarios. Estos modelos de indicadores adelantados predicen la inflación media en un

Intervalos de las previsiones de inflación anualizada, medida por el IAPC, de seis trimestres obtenidos a partir de modelos bivariantes de indicadores adelantados

(tasas de crecimiento anualizadas; resultados sincrónicos de los siete últimos trimestres)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El gráfico muestra los intervalos de las previsiones de inflación anualizada de siete modelos de inflación bivariantes de indicadores adelantados. Cada previsión se basa en la información disponible en el momento en que se efectuó la misma. Por ejemplo, la previsión para el período comprendido entre el cuarto trimestre del 2004 y el segundo trimestre del 2006 contiene información sobre el dinero y la inflación hasta el cuarto trimestre del 2004 incluido. Para la metodología en que se basan las previsiones de inflación de los siete modelos, véase la referencia que figura en la nota 1 de este recuadro.

horizonte determinado mediante el empleo de valores anteriores de inflación y de un indicador monetario. En un ejercicio fuera de la muestra simulado, llevado a cabo con esta metodología, se ha demostrado que los agregados monetarios y crediticios pueden proporcionar información de utilidad sobre las perspectivas de inflación a medio plazo en la zona del euro¹. Además, a horizontes más largos, el contenido informativo de los indicadores monetarios sobre la inflación futura es superior que el de otros indicadores no monetarios.

En el gráfico se presentan las previsiones de inflación anualizada, medida por el IAPC, de seis trimestres, efectuadas con la metodología descrita anteriormente en función de las cifras de inflación pasada y de siete indicadores monetarios². En el gráfico figuran los intervalos de las distintas previsiones de inflación (limitados por el mínimo y el máximo de las previsiones obtenidas a partir de modelos de varios indicadores), junto con la mediana de las previsiones para cada uno de los siete últimos trimestres. Esta valoración sincrónica sólo utiliza información disponible en el momento en que se efectuó la previsión, por lo que una comparación de las distintas previsiones que se recogen en el gráfico ilustra de manera sencilla cómo se ha transformado con el tiempo la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios basada en la evolución monetaria.

Cabe realizar dos observaciones respecto a este ejercicio. En primer lugar, las previsiones de inflación mediana y mínima se han situado por encima del 2% durante todo el 2004. En segundo lugar, la amplitud de los intervalos de las previsiones fue considerablemente más reducido en el 2004 que en el 2003. Este estrechamiento refleja la convergencia de la evolución del crecimiento del efectivo y de los préstamos, así como la reciente correlación del crecimiento de M3 y de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera (véase gráfico 4 en el texto principal).

Este ejercicio podría sugerir que hay riesgos al alza para la estabilidad de precios derivados de la evolución monetaria. Además, la confianza que se atribuye a esta interpretación ha mejorado, a medida que ha disminuido la dispersión de las señales procedentes de los distintos indicadores monetarios. Con todo, al interpretar los resultados de este ejercicio, se ha de tener presente la elevada incertidumbre a que están sujetas las previsiones y la simplicidad de las herramientas utilizadas.

1 Véase Nicoletti-Altimari S., «Does money lead inflation in the euro area?», ECB Working Paper n.º 63, mayo del 2001.

2 Los indicadores monetarios considerados son: crecimiento de M1, crecimiento de M2, crecimiento de M3 y de M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera, crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, una medida *P-star* del exceso de liquidez basada en M3 y una medida *P-star* del exceso de liquidez basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera. Para más información sobre las medidas *P-star* y el marco del modelo *P-star*, véase la referencia de la nota 1.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO E INVERSORES INSTITUCIONALES

En el tercer trimestre del 2004 (período al que corresponden los datos más recientes sobre inversión financiera), los inversores de la zona del euro redujeron sus adquisiciones de valores, en particular de acciones cotizadas, y aumentaron sus tenencias de efectivo. Los productos de seguro fueron la categoría de inversión preferida por el sector no financiero en los tres primeros trimestres del 2004.

INVERSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR NO FINANCIERO

Los últimos datos disponibles sobre inversión financiera del sector no financiero se refieren al tercer trimestre del 2004, e indican que la tasa de crecimiento interanual de esta modalidad de inversión se mantuvo estable, en gene-

Cuadro 2 Inversión financiera del sector no financiero de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de la inversión financiera ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Inversión financiera	100	4,1	3,8	4,1	4,5	4,7	4,4	4,3	4,6	4,5	.
Efectivo y depósitos	38	4,7	4,9	5,9	6,4	6,5	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Valores distintos de acciones	12	1,9	0,7	-0,9	-2,5	-3,5	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
De los cuales: a corto plazo	1	-15,6	-13,8	-17,6	-15,7	-25,3	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
De los cuales: a largo plazo	11	4,6	2,7	1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Participaciones en fondos de inversión	12	6,4	4,6	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	2,3	1,3	.
De las cuales: participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario	9	4,6	3,4	4,4	5,7	6,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
De las cuales: participaciones en fondos del mercado monetario	3	16,5	12,0	12,0	13,6	9,3	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Acciones cotizadas	13	-1,4	-0,1	0,2	0,5	2,0	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Reservas técnicas de seguro	25	7,0	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 ²⁾		7,2	6,9	8,2	8,5	7,6	7,1	5,3	5,3	6,0	6,4
Pérdidas y ganancias anuales del sector no financiero por tenencia de valores (en porcentaje del PIB)		-9,4	-14,1	-17,1	-6,5	1,7	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Fuente: BCE.

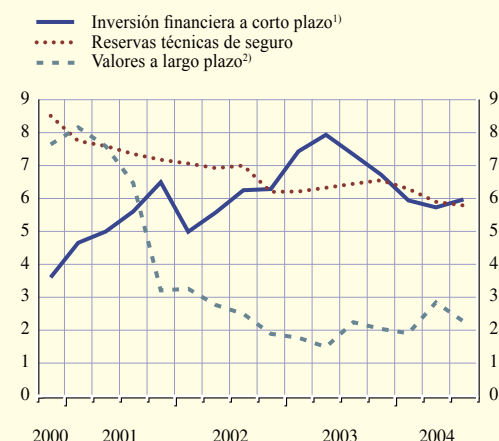
Nota: Véase también el cuadro 3.1, en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual.

1) A fin del tercer trimestre del 2004. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) 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 10 Inversión financiera a corto y a largo plazo del sector no financiero

(tasas de variación interanual)



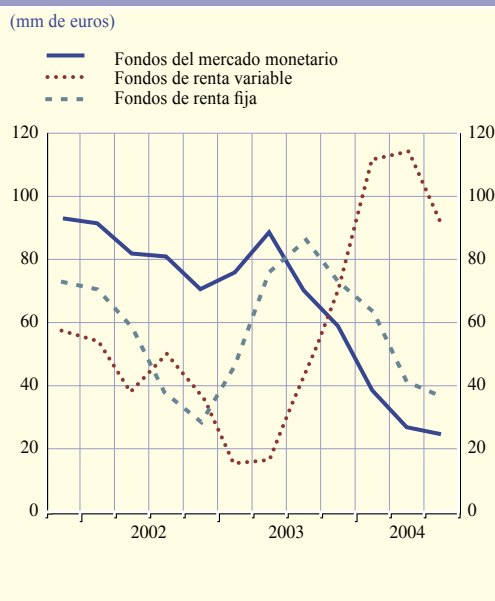
1) Depósitos a corto plazo, efectivo y participaciones en fondos del mercado monetario, y valores distintos de acciones hasta un año.

2) Adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión, excepto participaciones en fondos del mercado monetario; valores distintos de acciones a más de un año y acciones cotizadas. La inversión financiera a largo plazo comprende los valores a largo plazo y las reservas técnicas de seguro.

ral, y se situó en el 4,5% en el tercer trimestre, frente al 4,6% del segundo (véase cuadro 2). Esta estabilidad del ritmo de crecimiento de la inversión financiera ocultó un cambio de sentido, desde la inversión financiera a largo plazo hacia la inversión a corto plazo (véase gráfico 10). Este cambio representa una interrupción de la tendencia predominante desde el verano del 2003, han estado aumentando con prudencia el ritmo de inversión en activos financieros a largo plazo y los inversores, y también es acorde con el moderado repunte del crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre del 2004. En contraposición al menor crecimiento interanual de la inversión en valores a largo plazo, los hogares siguieron invirtiendo en productos de seguro a un ritmo elevado, que continuaron siendo el tipo preferido de inversión financiera a largo plazo en el 2004.

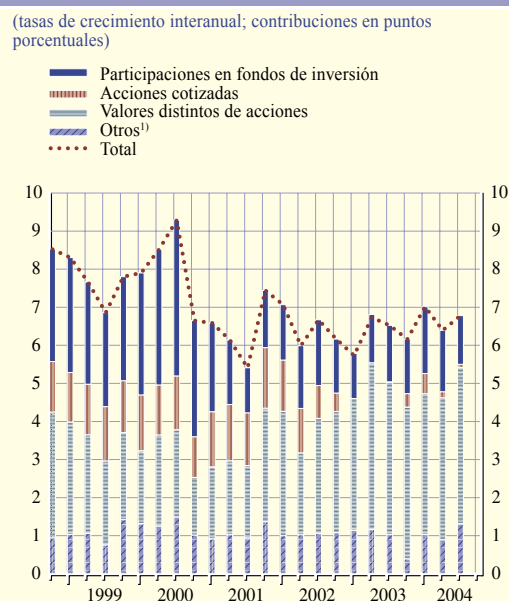
Si se consideran los datos con más detalle, el ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de los valores a largo plazo afectó a todas las categorías: acciones cotizadas, valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión (excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario). Esto puede estar relacionado, en cierta medida,

Gráfico 11 Flujos netos de entrada en los fondos de inversión (por categorías)



Fuentes: BCE y EFAMA.

Gráfico 12 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones



Fuente: BCE.

1) Préstamos, depósitos y reservas técnicas de seguro.

con la ligera caída de los precios de los valores de renta variable observada en el tercer trimestre, pero es posible que también esté asociada a la fortaleza relativa del euro en el 2004, que impulsó de manera creciente a los inversores de la zona del euro a reducir sus adquisiciones netas de valores de fuera de la zona.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Los datos facilitados por la EFAMA² apuntan a que la disminución de la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión en el tercer trimestre del 2004 se debió, fundamentalmente, a la menor demanda de fondos de renta variable, que, no obstante, siguieron atrayendo la mayor parte de los ahorros de los inversores (véase gráfico 11). Las adquisiciones anuales netas de fondos de renta fija también disminuyeron en el tercer trimestre, continuando con la tendencia a la baja aparente desde el último trimestre del 2003, y en consonancia con el históricamente reducido rendimiento de los valores de renta fija a largo plazo de la zona del euro. El crecimiento interanual de los activos totales en poder de los fondos de inversión se moderó, como consecuencia de la disminución de los flujos interanuales netos y de los efectos de valoración.

En consonancia con la tendencia general del mercado, las adquisiciones de acciones cotizadas y de participaciones en fondos de inversión por parte de las empresas de seguros y fondos de pensiones se redujeron (véase gráfico 12). En cambio, incrementaron la adquisición neta de valores distintos de acciones. Las compras de valores de renta fija por las empresas de seguros ha representado en torno al 60% de su inversión financiera acumulada desde principios del 2003, en comparación con el 40% del período comprendido entre 1998 y el 2002. Desde que incurrieron en pérdidas en sus tenencias en el período transcurrido entre el 2001 y el 2002, las empresas de seguros y fondos de pensiones parecen estar actuando con relativa cautela en lo que respecta a la inversión en valores de renta variable.

2 La Federación europea de fondos y sociedades de inversión (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija. Los países incluidos en las estadísticas de la FEFSI son Francia, Alemania, Grecia, España, Italia, Luxemburgo, Portugal, Finlandia. Para más información, véase el Boletín Mensual de junio del 2004.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

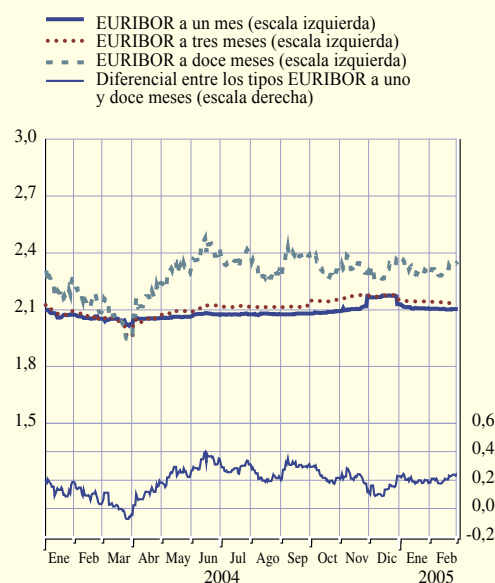
Tras incrementarse en diciembre del 2004, los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario permanecieron estables, en general, en los dos últimos meses. Dado que los tipos de interés a corto plazo se elevaron menos que los tipos a más largo plazo en diciembre y luego descendieron ligeramente en enero y febrero del 2005, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente su inclinación hacia el final del año, y se ha mantenido estable desde entonces.

Tras incrementarse en diciembre del 2004, debido, fundamentalmente, al habitual efecto de fin de año, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario han descendido moderadamente desde principios de enero. Los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario se elevaron algo más que los tipos a corto plazo en diciembre, y a principios del año se mantuvieron, en general, sin modificaciones. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó gradualmente su inclinación en diciembre, y luego permaneció estable, en general, en enero y febrero. El 2 de marzo de 2005, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situaba en 24 puntos básicos, 13 puntos básicos por encima del nivel observado a comienzos de diciembre (véase gráfico 13).

Entre comienzos de diciembre del 2004 y principios de marzo del 2005, los participantes en el mercado revisaron ligeramente a la baja sus expectativas en cuanto a la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo durante la mayor parte del 2005 (véase gráfico 14). Los tipos implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre del 2005 descendieron 6, 5 y 5

Gráfico 13 Tipos de interés del mercado monetario a corto plazo

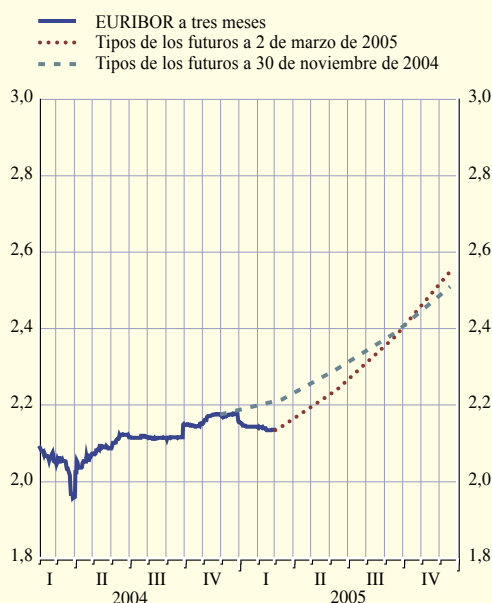
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

Gráfico 14 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(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.

Gráfico 15 Volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre del 2005

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

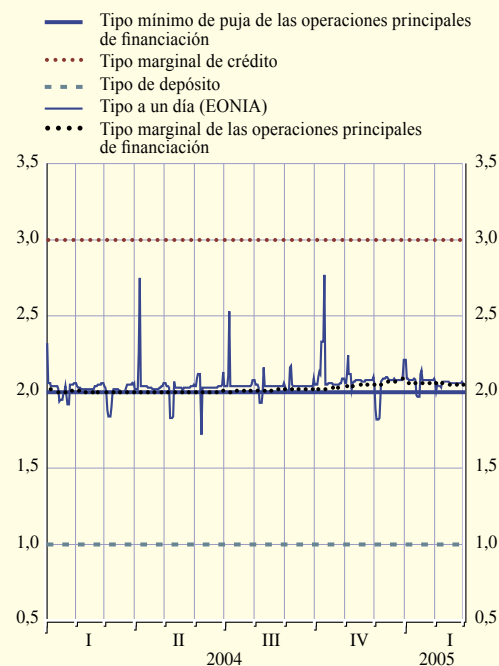


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

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 tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 16 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

puntos básicos, respectivamente, entre principios de diciembre y el 2 de marzo, hasta situarse en el 2,24%, el 2,38% y el 2,56% respectivamente.

Las volatilidades implícitas obtenidas de opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses han disminuido en los tres últimos meses. A principios de marzo del 2005 se situaban en niveles bajos en términos históricos (véase gráfico 15). Esto indica que la incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a la evolución de los tipos de interés a corto plazo en los próximos meses es relativamente reducida en la actualidad. En el recuadro 2 de este Boletín se presentan resultados similares basados en una medida alternativa de la volatilidad del tipo de interés a un día, esto es, la volatilidad observada, y se analiza su evolución desde una perspectiva a medio plazo.

Durante la mayor parte del período comprendido entre el 1 de diciembre de 2004 y el 2 de marzo de 2005, los tipos de interés del mercado monetario permanecieron relativamente estables. El habitual efecto de fin de año fue una excepción, aunque, en el 2004, su magnitud fue relativamente moderada en comparación con años anteriores. Los tipos de interés marginal y medio ponderado de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se incrementaron en diciembre y alcanzaron máximos del 2,09% y el 2,17%, respectivamente, en la última operación principal de financiación del 2004. En enero y febrero, los tipos de interés de las subastas descendieron progresivamente hasta situarse en niveles muy próximos a los observados al final de noviembre. Con la excepción de los días finales del año y los últimos días del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 19 de enero, el EONIA se ha mantenido, en general, sin modificaciones (véase recuadro 3). En las tres operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema liquidadas el 23 de diciembre, el 27 de enero y el 24 de febrero, los tipos de las subastas se situaban 5, 1 y 6 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los tipos del EURIBOR a tres meses vigentes en esas fechas.

Recuadro 2

LA VOLATILIDAD DEL TIPO DE INTERÉS A UN DÍA DESDE UNA PERSPECTIVA A MEDIO PLAZO

Uno de los argumentos para modificar, en marzo del 2004, el marco operativo de ejecución la política monetaria del Eurosistema fue la eliminación de los episodios de insuficiencia de pujas en las operaciones principales de financiación de periodicidad semanal. La insuficiencia de pujas creó una situación de liquidez desequilibrada y dio lugar a una mayor volatilidad del tipo de interés a un día. Esta insuficiencia se produjo en los períodos en que los participantes en el mercado esperaban que se recortaran los tipos de interés oficiales del BCE. En este contexto, los bancos retrasaron su acumulación de reservas para cumplir con las reservas mínimas, tratando de anticipar la posibilidad de verse obligados a acumular fondos ya avanzado el período de mantenimiento a un tipo de interés más bajo.

El 10 de marzo de 2004 se introdujeron una serie de cambios en el marco operativo del Eurosistema. En primer lugar, se modificó el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, para que un período de mantenimiento comience siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto realizar la valoración mensual de la orientación de política monetaria. En segundo lugar, se decidió que las variaciones de los tipos de interés de las facilidades permanentes se apliquen al inicio del nuevo período de mantenimiento de reservas. Por último, el vencimiento de las operaciones principales de financiación se redujo de dos a una semana. Los cambios han llevado a una situación en la que las expectativas de los tipos de interés oficiales del BCE son uniformes durante todo el período de mantenimiento, por lo que no hay incentivos a incurrir en una insuficiencia de pujas. Estas modificaciones se introdujeron sin contratiempos y, en general, el marco ha venido funcionando bien¹.

En este recuadro se analiza la evolución de la volatilidad del tipo de interés a un día desde una perspectiva a medio plazo, un año después de la introducción de los cambios. Este análisis se basa en una medida específica de la volatilidad de los tipos de interés, que se describe a continuación

Una medida de la volatilidad: volatilidad observada

La volatilidad se mide sobre la base de la volatilidad observada. Esta medida se construye sumando la variación al cuadrado del tipo de interés a un día, calculada para cada intervalo de cinco minutos entre las 9.00 h. y las 18.00 h. Por motivos técnicos, el ejercicio se centra en el logaritmo de esta medida. La utilización del logaritmo de la volatilidad observada supone varias ventajas. A diferencia de las medidas de la volatilidad implícita obtenida del precio de las opciones, la volatilidad observada no impone supuestos restrictivos en la distribución de la volatilidad y, a diferencia de otros posibles medidas de la volatilidad, es independiente del nivel medio del tipo de interés a un día².

Los resultados

La evolución de la volatilidad del tipo de interés a un día se muestra en el gráfico, que presenta el logaritmo de la volatilidad observada del tipo de interés a un día comprendido entre el 4 de diciembre

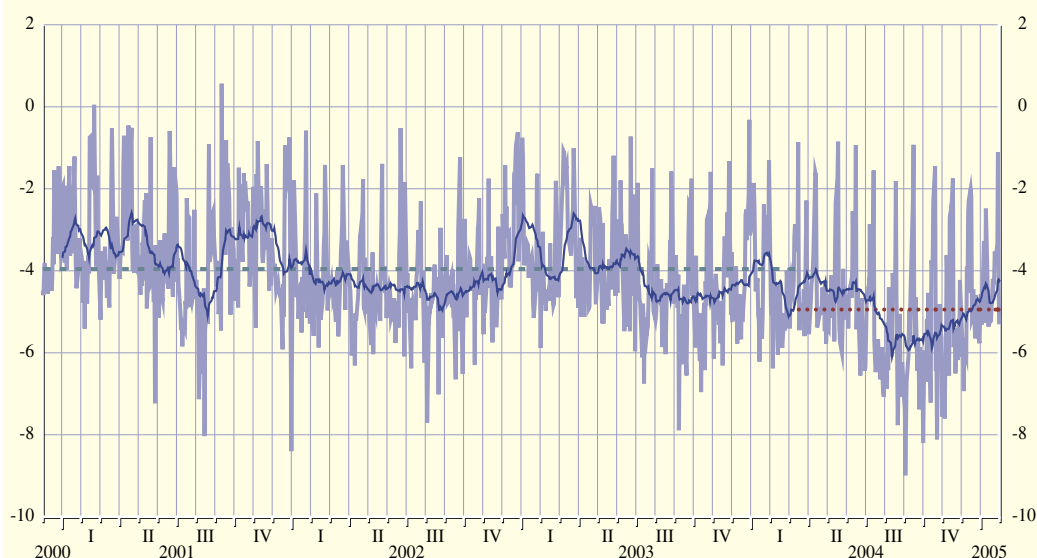
1 Para un análisis más detallado y una evaluación completa de los cambios introducidos en el marco operativo del Eurosistema, véase el artículo titulado «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

2 Para más información sobre la volatilidad observada, véase Andersen, T.G. y T. Bollerslev (1997), «Intraday periodicity and volatility persistence in financial markets», *Journal of Empirical Finance*, 4, pp. 115-158, y Andersen, T.G. y T. Bollerslev (1998), «Answering the skeptics: yes, standard volatility models do provide accurate forecasts», *International Economic Review*, 39, pp. 885-905.

Logaritmo de la volatilidad observada del tipo de interés a un día

(del 4 de diciembre de 2000 al 7 de febrero de 2005)

— Logaritmo de la volatilidad observada
 Media después del 10 de marzo de 2004
 - - - Media del 4 de diciembre de 2000 al 10 de marzo de 2004
 — Media móvil del logaritmo de la volatilidad observada durante 21 días hábiles



de 2000 y el 7 de febrero de 2005. Una serie suavizada (la media móvil de 21 días hábiles) también figura en el gráfico, junto con el nivel medio de la volatilidad de esta medida antes y después de la modificación del marco operativo.

En general, la volatilidad observada del tipo de interés a un día ha seguido una tendencia a la baja durante el período completo de la muestra más pronunciada desde la modificación del marco operativo. A partir de agosto del 2004, la volatilidad ha aumentado de nuevo, pero se ha mantenido bastante baja. En general, desde marzo del 2004 la volatilidad ha sido siempre menor que antes de la introducción de los cambios.

Las pruebas estadísticas convencionales confirman que la volatilidad media observada ha sido significativamente más baja tras la modificación del marco operativo (véase cuadro). Además, en los últimos días de los períodos de mantenimiento, es decir, los días entre la última operación principal de

Descripción estadística y estadístico t de la diferencia entre las medias del logaritmo de la volatilidad observada antes y después de la modificación del marco operativo

	Todos los días		Días entre la última adjudicación y el final del período de mantenimiento	
	antes del 10 de marzo de 2004	después del 10 de marzo de 2004	antes del 10 de marzo de 2004	después del 10 de marzo de 2004
Media	-3,96	-4,94	-2,84	-3,46
Desviación típica	1,72	2,11	1,87	2,05
Número de observaciones	831	235	158	63
Estadístico t (diferencia en medias)	9,41 (349 grados de libertad)		2,97 (110 grados de libertad)	

Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

financiación y el final del período de mantenimiento, la evidencia estadística también sugiere que la volatilidad observada del tipo de interés a un día ha sido considerablemente más reducida desde marzo del 2004.

No obstante, al interpretar estos resultados se han de tener en cuenta ciertas salvedades. En primer lugar, la evidencia disponible desde marzo del 2004 es bastante limitada, especialmente si se compara con la experiencia, bastante dilatada, anterior a los cambios en el marco operativo. En segundo lugar, desde marzo no se ha producido ningún hecho que pudiera aumentar la volatilidad del tipo de interés a un día, como por ejemplo, modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE. En estas circunstancias, cualquier conclusión sobre cambios en la volatilidad del tipo de interés a un día deben considerarse preliminar.

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO TRANSCURRIDO ENTRE EL 9 DE NOVIEMBRE DE 2004 Y EL 7 DE FEBRERO DE 2005

En este recuadro se analiza la gestión de la liquidez por parte del BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 7 de diciembre de 2004, el 18 de enero y el 7 de febrero de 2005.

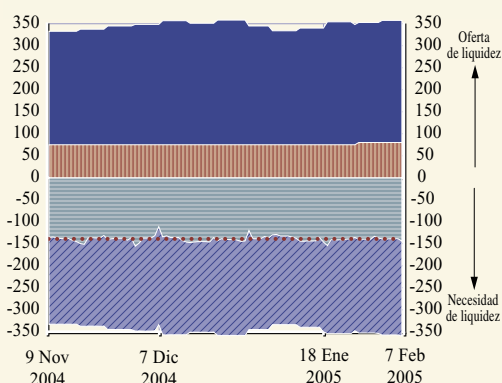
Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron considerablemente durante el período analizado como consecuencia del crecimiento de carácter estacional de los billetes en circulación (véase gráfico A). Los billetes, el «factor autónomo» más importante (es decir, un factor que generalmente no se deriva del uso de instrumentos de política monetaria), registraron un máximo histórico de 504,6 mm de euros el 24 de diciembre de 2004. En promedio, los factores autónomos absorbieron 208 mm de euros de liquidez en el período de referencia, más que en cualquier otro período desde la introducción de la moneda única. En cambio, las exigencias de reservas, otra de las causas principales por las que las entidades de crédito necesitan liquidez, permanecieron estables, en unos 138,4 mm de euros. El exceso de reservas (esto es, los saldos en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas) fue más elevado de lo normal (0,6 mm de euros en el primer período de mantenimiento de reservas, 0,74 mm de euros en el segundo y 0,75 mm de euros en el tercero, véase

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)

- Operaciones principales de financiación: 271,43 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 75,66 mm de euros
- Salos en cuentas corrientes: 139,14 mm de euros
- Nivel de reservas mínimas: (reservas mínimas: 138,44 mm de euros; exceso de reservas: 0,70 mm de euros)
- Factores autónomos: 207,96 mm de euros



Fuente: BCE.

gráfico B). El elevado importe observado en el período que finalizó el 18 de enero estuvo relacionado, probablemente, con un aumento de la demanda de liquidez en torno a las vacaciones de Navidad para hacer frente a perturbaciones inesperadas generadas por los pagos. En cuanto al período de mantenimiento que finalizó el 7 de febrero, el elevado importe medio puede ser atribuible a su breve duración (sólo 3 semanas).

Oferta de liquidez y tipos de interés

El volumen de las operaciones de mercado abierto aumentó en consonancia con la creciente demanda de liquidez (véase gráfico A). El importe adjudicado en la operación principal de financiación (OPF) que se liquidó el 22 de diciembre de 2004 fue de 283,5 mm de euros, el más elevado desde la introducción de la moneda única. No obstante, la proporción entre las pujas presentadas y las pujas aceptadas (la ratio de cobertura de las pujas) se mantuvo estable durante el período analizado, situándose, en promedio, en 1,29.

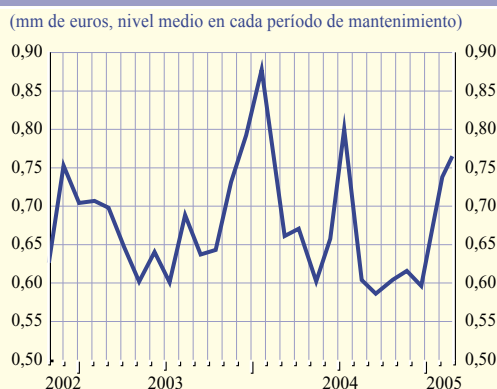
En general, el BCE aplicó una política flexible en las adjudicaciones realizadas en este período, con el fin de suavizar las condiciones del mercado monetario. En consecuencia, el BCE adjudicó 0,5 mm de euros ó 1 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia en la mayor parte de las OPF del período. En las OPF próximas a las vacaciones de Navidad y al final del año, el BCE decidió aumentar los importes adjudicados hasta 4,5 mm de euros por encima de la adjudicación de referencia. Posteriormente, el BCE volvió a moderar gradualmente las desviaciones con respecto a esta adjudicación.

Con el fin de restablecer una situación neutral de liquidez, el BCE realizó una operación de ajuste el último día de cada uno de los tres períodos de mantenimiento de reservas analizados.

La diferencia entre el tipo marginal y el tipo medio ponderado en todas las subastas semanales fue de cero o de un punto básico, excepto en la OPF que se liquidó el 30 de diciembre, en la que la diferencia se situó en 8 puntos básicos.

En la operación de financiación a plazo más largo que se liquidó el 27 de enero, el importe adjudicado se incrementó hasta 30 mm de

Gráfico B Exceso de reservas¹⁾

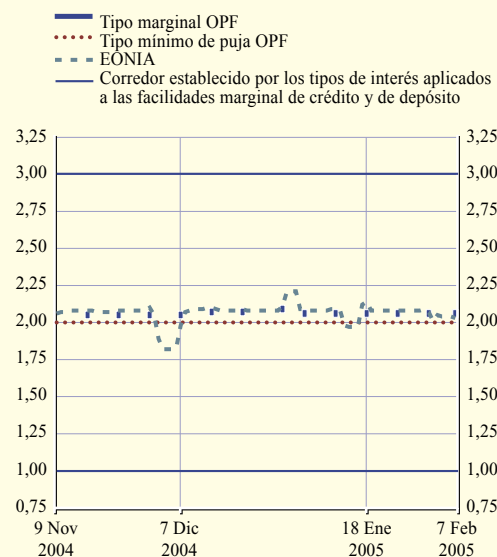


Fuente: BCE.

1) Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

euros, en consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno anunciada el 14 de enero de 2005.

En general, el EONIA fue relativamente estable durante la mayor parte del período considerado, aunque el diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja se mantuvo algo más elevado que su media histórica (véase gráfico C). Como suele ser habitual, el EONIA se incrementó los últimos días de cada mes y mostró mayor volatilidad tras la adjudicación de las últimas OPF y al final de los períodos de mantenimiento.

Después de la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento que finalizó el 7 de diciembre, el EONIA descendió inicialmente hasta niveles bastante por debajo del 2%, el tipo mínimo de puja, ya que, aparentemente, los participantes en el mercado percibieron que la situación de liquidez era holgada. No obstante, el 6 de diciembre, el BCE anunció que iba a realizar una operación de ajuste y el EONIA se elevó hasta el 1,83%. El BCE absorbió 15 mm de euros el último día del período de mantenimiento, que finalizó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 0,5 mm de euros y el EONIA situado en el 1,98%.

Las expectativas del mercado relativas a una situación holgada de liquidez al final del siguiente período de mantenimiento se generaron tras una adjudicación ligeramente holgada de la última operación principal de financiación liquidada el 12 de enero. Por ello, el EONIA cayó ligeramente por debajo del tipo mínimo de puja. Sin embargo, los errores de absorción de liquidez de los factores autónomos forzaron al alza al EONIA hasta alcanzar el 2,12% el 17 de enero. El 18 de enero, último día del período de mantenimiento, el BCE inyectó 8 mm de euros mediante una operación de ajuste, pero, no obstante, un error de predicción de los factores autónomos inusualmente importante relacionado con un problema técnico en el sistema de liquidación bruta en tiempo real de Alemania dio lugar a un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 2,5 mm de euros e hizo que el EONIA se situara en el 2,14% ese día.

El EONIA se mantuvo muy estable tras la última adjudicación del período de mantenimiento que finalizó el 7 de febrero, aunque en un nivel ligeramente inferior al observado anteriormente en dicho período. El 7 de febrero, el BCE inyectó 2,5 mm de euros mediante una operación de ajuste, el recurso neto a la facilidad marginal de crédito fue de 0,2 mm de euros ese último día y el EONIA se situó en el 2,03%.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, los tipos de interés a largo plazo de los principales mercados descendieron gradualmente al principio, para luego recuperarse con fuerza en la segunda mitad de febrero del 2005 y permanecer, en general, sin modificaciones. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo continuó inicialmente con la tendencia general a la baja predominante desde mediados del 2004 y, en consecuencia, a mediados de febrero se situaba en los niveles más bajos registrados desde la introducción de la moneda única. El pronunciado repunte que se registró posteriormente hizo que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro retornara a los niveles del final de noviembre del 2004, lo que apunta a que las expectativas de los participantes en el mercado acerca del crecimiento económico a largo plazo y la inflación también se mantuvieron estables, en líneas generales, en el citado período.

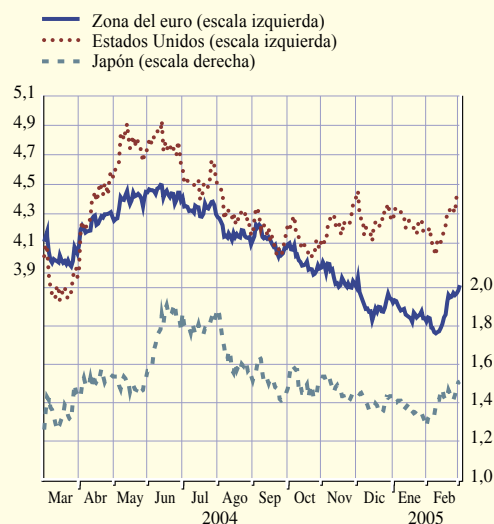
La situación en los mercados internacionales de renta fija en los tres últimos meses ha estado caracterizada por nuevos descensos de los tipos de interés a largo plazo durante la mayor parte de ese período, hasta situarse en niveles muy bajos en términos históricos (véase gráfico 17). No obstante, en general, los tipos de interés a largo plazo prácticamente no se modificaron debido a la intensa recuperación del rendimiento de los bonos en los mercados internacionales a partir de mediados de febrero del 2005. El mercado de bonos del Tesoro estadounidense parece haber sido el principal impulsor de los movimientos en los mercados internacionales de renta fija en los tres últimos meses, a raíz del comportamiento divergente de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos con respecto a los de otras economías importantes entre mediados de octubre y principios de diciembre del 2004.

En Estados Unidos, la caída del rendimiento de los bonos a largo plazo en los primeros dos meses y medio del período analizado pareció ser atribuible a varios factores. Por un lado, existen ciertas indicaciones de que, en el citado período, los participantes en el mercado revisaron a la baja sus expectativas en cuanto al crecimiento futuro y la inflación en la economía de ese país. Por ejemplo, el rendimiento de los bonos descendió tras la publicación de datos sobre empleo en Estados Unidos, que, en general, mostraron un crecimiento del empleo menor del esperado. Las inquietudes inflacionistas entre los participantes en el mercado también parecieron disminuir entre finales de noviembre y mediados de febrero, debido, muy probablemente, a la publicación de datos, en general, peores de lo esperado, sobre precios de consumo e industriales en dicho país. Por otro lado, la reducción del rendimiento de los bonos puede haberse visto ampliada por factores no fundamentales del mercado, como el aumento de la demanda de deuda pública estadounidense a largo plazo por parte de inversores institucionales. Al mismo tiempo, la Reserva Federal elevó los tipos de interés oficiales en diciembre del 2004 y principios de febrero del 2005. Dado que estas medidas eran ampliamente esperadas, no causaron un impacto significativo en los tipos de interés a largo plazo.

En la segunda mitad de febrero, el rendimiento de los bonos a largo plazo en Estados Unidos se recuperó con bastante intensidad tras las comparecencias de Alan Greenspan, presidente del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) ante comités del Congreso. Aparentemente, estas comparecencias hicieron que los participantes en el mercado esperaran un endurecimiento algo mayor de la política monetaria en los próximos trimestres. Por otra parte, es probable que el incremento de los tipos de interés a largo plazo estuviera relacionado con la conclusión que figuraba en la declaración de la Reserva Federal de que la pronunciada caída previa del rendimiento de los bonos a escala mundial podría reflejar una «anomalía a corto plazo». Además, resurgieron las inquietudes inflacionistas entre los participantes en el mercado, sobre todo cuando los datos del índice de precios industriales publicados a finales de febrero resultaron ser mejores de lo esperado por el mercado. Esto provocó un aumento significativo de la tasa de inflación implícita a diez años, que el 2 de marzo se situó en el 2,8%, un nivel relativamente elevado.

Gráfico 17 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Entre el final de enero y el 2 de marzo, el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de Japón se elevó aproximadamente 25 y 20 puntos básicos, respectivamente. A pesar de las fluctuaciones observadas recientemente en los tipos de interés a largo plazo, la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución a corto plazo del mercado de valores de renta fija, según indica la volatilidad implícita en este mercado en las principales economías (véase gráfico 18), se mantuvo relativamente reducida.

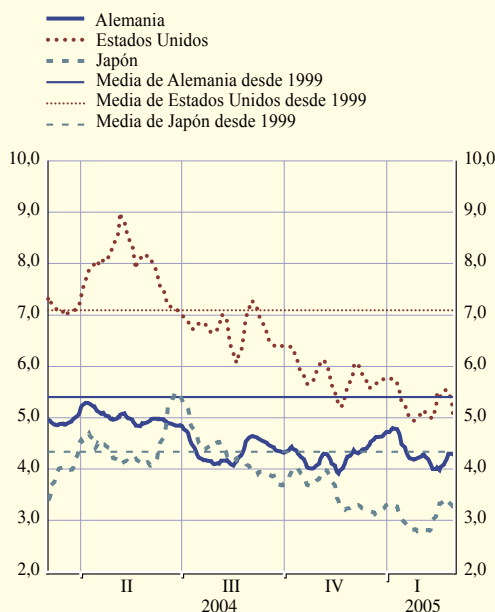
En los tres últimos meses, las fluctuaciones de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y en la zona del euro volvieron a estar muy sincronizadas. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro prácticamente no registró variaciones, y el 2 de marzo era de unos 60 puntos básicos.

El pronunciado descenso inicial del rendimiento de los bonos a largo plazo de la zona del euro observado hasta mediados de febrero, que registró los niveles más bajos desde la introducción de la moneda única, puede obedecer, en cierta medida, a las expectativas de los participantes en el mercado, algo menos optimistas, acerca de las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía de la zona del euro, como apunta el marcado descenso observado en el rendimiento de la deuda pública francesa a diez años indiciada con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, en el citado período (véase gráfico 19). No obstante, el acusado e intenso repunte del rendimiento real de los bonos a largo plazo observado a partir de mediados de febrero, en un período en el que no se publicaron datos económicos importantes positivos en la zona del euro, sugiere que las pronunciadas fluctuaciones observadas en el rendimiento de los bonos en los últimos meses pueden haberse debido, en gran parte, a ajustes técnicos del mercado y a unas percepciones cambiantes en el mercado, más que a factores fundamentales. En particular, se dispone de cierta evidencia de que los inversores institucionales intensificaron su demanda de bonos a largo plazo, lo que hizo que el rendimiento se redujera, sobre todo a los plazos más largos de la curva de rendimientos (véase gráfico 20). El 2 de marzo, el rendimiento nominal de la deuda pública a largo plazo y el rendimiento real de la deuda pública a diez años se situaba en el 3,8% y el 1,4%, respectivamente.

A diferencia del rendimiento real de los bonos, las tasas de inflación implícita a largo plazo (calculadas como el diferencial de rendimiento de la deuda pública francesa indiciada con la inflación con vencimiento en el 2012 y bonos nominales comparables) fluctuaron menos en los tres últimos meses y descendieron, en general, unos 10 puntos básicos entre el final de noviembre del 2004 y el 2 de marzo de 2005, fecha en que se situaron en el 2,1% (véase gráfico 19). Esto, a su vez, puede indicar que la preocupación de los participantes en el mercado en torno a los riesgos a largo plazo para la estabilidad de precios se han moderado ligeramente en el citado período.

Gráfico 18 Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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

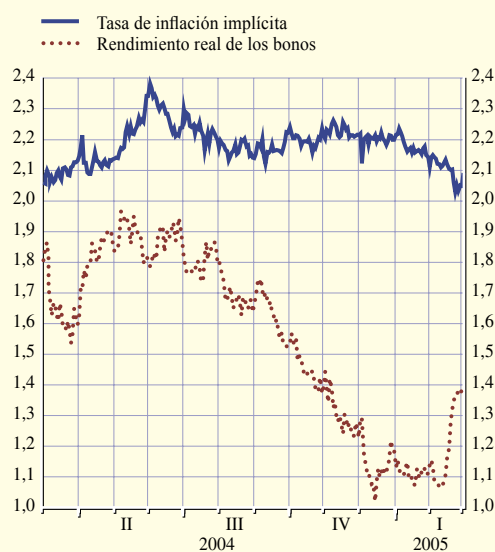


Fuente: Bloomberg.

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

(en porcentaje; datos diarios)

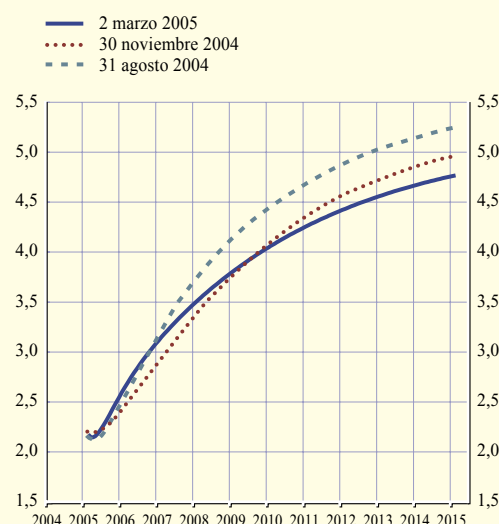


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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 el recuadro 2 del Boletín Mensual de febrero del 2002.

Gráfico 20 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 refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las curvas de tipo *forward* se explica en el recuadro 4 del Boletín Mensual de enero de 1999. Los datos utilizados en la estimación se obtienen de los contratos *swap*.

En general, el diferencial de los valores de renta fija privada de la zona del euro disminuyó en los tres últimos meses y se mantuvo en niveles bastante reducidos (véase gráfico 25 en la sección 2.6). El diferencial entre el rendimiento de bonos a largo plazo emitidos por empresas con calificación BBB y el de la deuda pública comparable de la zona del euro cayó unos 5 puntos básicos entre el final de noviembre del 2004 y el 2 de marzo de 2005, fecha en que se situó en unos 65 puntos básicos. En cierta medida, esta nueva reducción obedece a un moderado descenso de la volatilidad en los mercados financieros, pero también puede indicar que los participantes en el mercado percibieron que el riesgo de crédito de las empresas había disminuido ligeramente en la zona del euro.

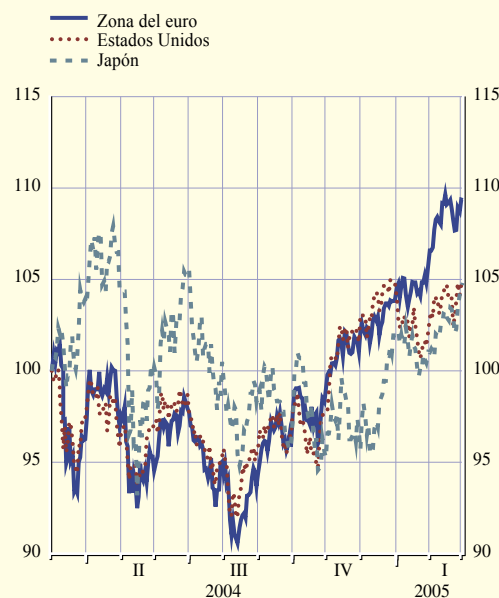
2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Las cotizaciones bursátiles han aumentado en los principales mercados desde el final de noviembre del 2004, continuando con la tendencia alcista observada desde mediados de agosto del 2004. Las últimas subidas de las cotizaciones obedecieron, probablemente, a la mejora de la rentabilidad empresarial. Los mercados de valores de la zona del euro y de Japón registraron incrementos ligeramente superiores a los de Estados Unidos.

En los tres últimos meses, los precios de los valores de renta variable se incrementaron en los principales mercados (véase gráfico 21). En Estados Unidos, las pronunciadas subidas de los beneficios reales de las empresas cotizadas parecen haber sido el motor del aumento del precio de los valores de renta variable (véase gráfico 23). El aumento de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos fue generalizado, y los ascensos

Gráfico 21 Índices bursátiles

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

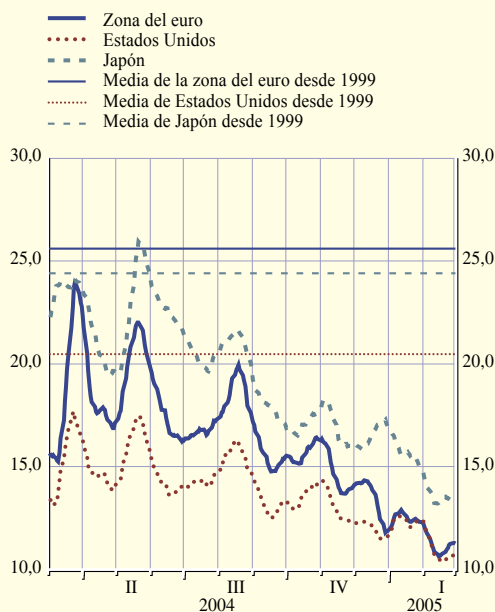


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

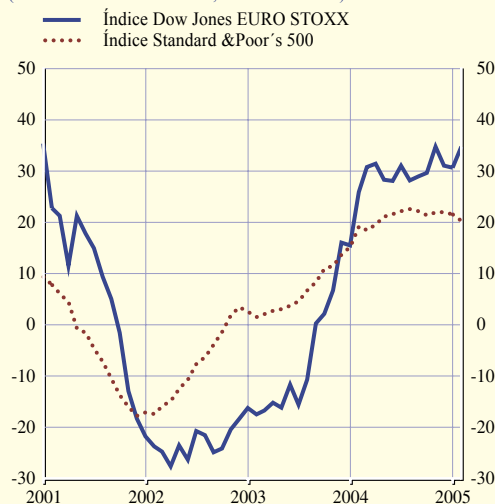
más pronunciados se registraron en el sector energético y en el de materias primas. Más recientemente, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se elevaron el 2% entre el final de enero y el 2 de marzo. En el citado periodo, en Japón, el índice Nikkei 225 se elevó el 4%.

La incertidumbre reinante en los mercados internacionales, medida por la volatilidad implícita obtenida de opciones sobre los índices Standard & Poor's 500 de Estados Unidos y Nikkei 225 de Japón, disminuyó levemente entre el final de noviembre del 2004 y el 2 de marzo de 2005. De este modo, la volatilidad implícita del mercado de renta variable en estos mercados se mantuvo bastante por debajo de las medias del periodo desde 1999 (véase gráfico 22).

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles siguieron la tendencia alcista mundial en el precio

Gráfico 23 Crecimiento del beneficio por acción en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasa de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream I/B/E/S y cálculos del BCE.

de los valores de renta variable en los tres últimos meses. Por otra parte, las empresas de la zona informaron de mejoras bastante pronunciadas de los beneficios reales en el período analizado. Los datos sobre beneficios de Thomson Financial Datastream señalan que el beneficio agregado por acción de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX continuó creciendo a una tasa interanual de aproximadamente el 35% en febrero de 2005, al igual que en meses anteriores (véase gráfico 23). Más recientemente, entre el final de enero y el 2 de marzo, el índice Dow Jones EURO STOXX registró una subida en torno al 3%.

La incertidumbre de los participantes en el mercado en cuanto a las perspectivas a corto plazo de las cotizaciones bursátiles, medidas por la volatilidad implícita del mercado de renta variable obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, también disminuyó en la zona del euro en los tres últimos meses (véase gráfico 22). Por tanto, la volatilidad implícita del mercado de renta variable de la zona se mantuvo bastante por debajo de la media del período transcurrido desde 1999.

La evolución de los diez principales sectores económicos del índice Dow Jones EURO STOXX entre el final de noviembre del 2004 y el 2 de marzo de 2005 se caracterizó por subidas generales de los precios, excepto en el sector tecnológico (véase cuadro 3). Esto sugeriría que las mejoras observadas en la rentabilidad empresarial en este período fueron generalizadas. No obstante, más recientemente, en un entorno de elevados precios, el sector de materias primas y el de petróleo y gas registraron las mayores subidas de precios, como sucedió en Estados Unidos y en Japón.

Cuadro 3 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)

	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Tele- comuni- caciones	Agua, gas, electric.	EURO STOXX
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	5,0	7,1	10,9	11,6	30,6	3,8	9,4	5,4	9,0	7,1	100,0
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2003 IV	15,5	7,8	9,8	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 I	-4,7	2,0	1,0	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2004 II	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
2004 III	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
2004 IV	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
Enero	0,1	5,3	2,0	3,0	1,6	-2,0	5,4	-2,6	0,4	3,2	1,9
Febrero	7,1	2,2	2,6	7,2	3,4	-0,3	1,1	3,9	-2,2	0,2	2,7
Fin diciembre 2004 a 2 de marzo de 2005	8,0	8,2	5,3	11,3	5,7	-0,1	7,2	1,6	-1,6	2,5	5,3
Volatilidad (medias del período)											
2003 IV	17,5	14,6	15,1	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2003 I	15,2	17,2	15,0	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2004 II	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
2004 III	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
2004 IV	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
Enero	8,9	8,7	8,6	8,9	8,4	9,7	9,8	17,8	9,2	6,7	7,5
Febrero	10,5	8,7	9,8	12,6	8,0	14,1	10,8	16,2	11,1	18,1	8,6
Fin diciembre 2004 a 2 de marzo de 2005	10,1	8,4	9,0	10,5	8,1	16,8	9,9	16,8	10,0	13,0	7,9

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: La volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los índices a lo largo del período. Los índices sectoriales figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.

2.6 FINANCIACIÓN Y SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En el último trimestre del 2004, los costes de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras fueron reducidos y, en general, tuvieron acceso sin restricciones a las fuentes de financiación. Los flujos financieros hacia las sociedades no financieras se recuperaron ligeramente en el citado trimestre, especialmente en términos reales, pero, no obstante, se mantuvieron relativamente moderados como consecuencia de la mejora de los beneficios empresariales. El endeudamiento de las sociedades no financieras ha tendido a descender ligeramente en los últimos trimestres, pero se mantiene en niveles bastante elevados. En la actualidad, este elevado endeudamiento no se está traduciendo en unos costes sensiblemente superiores de la carga de la deuda, dado el muy reducido coste de este tipo de financiación.

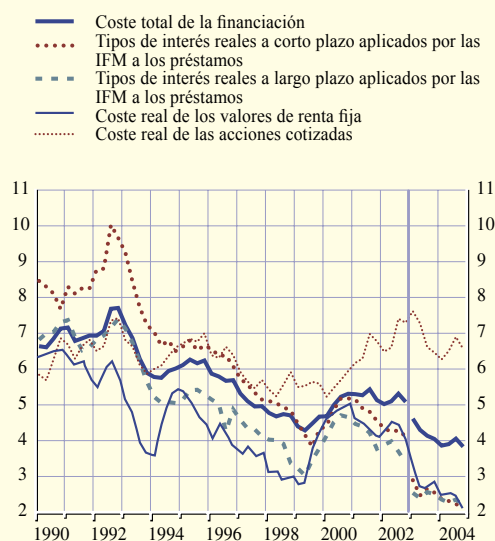
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real marginal de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, que se calcula ponderando el coste de distintas fuentes de financiación por los saldos vivos, descendió ligeramente en el último trimestre del 2004 (véanse gráfico 24 y recuadro 4). Incluso si se toma en consideración la ruptura que se produjo en las series en el 2003, parece que el coste actual de la financiación es muy reducido en términos históricos. Esto se debe a la disminución del coste real de todos los componentes, esto es, de los préstamos de las IFM, de los valores de renta fija y de las acciones cotizadas. También cabe mencionar que la ponderación basada en los saldos vivos (que, en cierta media, representa la estructura de financiación a largo plazo de las sociedades no financieras) actualmente asigna un peso elevado al coste del capital, que fue superior al de la financiación mediante deuda en el cuarto trimestre del 2004. En cambio, los flujos relacionados con nuevas emisiones de acciones han sido relativamente moderados en los últimos trimestres, ya que es posible que las empresas hayan preferido beneficiarse de otras fuentes de financiación más baratas.

En cuanto a los componentes, la fuente de financiación mediante deuda más importante de las sociedades no financieras son los préstamos concedidos por las IFM. El coste real de la financiación bancaria cayó hasta niveles muy bajos en el último trimestre del 2004 (véase gráfico 24). De hecho, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones de préstamo a corto plazo y a largo plazo a las sociedades no financieras continuó descendiendo desde los ya reducidos niveles observados en el tercer trimestre (véase cuadro 4). En los tres meses transcurridos hasta diciembre del 2004, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos de interés de mercado a plazos comparables no registró variaciones significativas. En cambio, en el mismo periodo, las IFM aumentaron levemente el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo aplicados por estas instituciones y los tipos de interés de mercado

Gráfico 24 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecast.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 de este Boletín Mensual). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

a plazos comparables. Por ejemplo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (por importe tanto inferior o igual a un millón de euros como superior a esta cantidad) con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años disminuyó aproximadamente 25 puntos básicos, en comparación con un descenso de unos 40 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a cinco años. Esto puede reflejar los desfases que normalmente se observan en el ajuste de los tipos de interés a largo plazo del crédito a los tipos de interés de mercado (véase recuadro 5).

Recuadro 4

MEDIDA DEL COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se presenta una medida del coste real marginal de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro. Dicha medida proporciona un indicador sintético del coste de la financiación para estos prestatarios, que constituye un importante factor determinante de las decisiones de inversión de las empresas.

El coste real marginal de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste real de las nuevas operaciones de préstamos, del coste real de los valores de renta fija (negociados en el mercado secundario) y del coste real del capital (véase el gráfico 24 del texto principal). A este respecto, es importante mencionar que, conforme a los supuestos más bien estrictos del teorema de Modigliani y Miller¹ (1958), el valor real de la empresa sería, en condiciones de equilibrio, independiente de su estructura de capital. En este contexto, el análisis de la evolución de las diferentes fuentes de financiación —incluido su coste— no aportaría ninguna información adicional para valorar las condiciones de financiación de las empresas. Sin embargo, en el mundo real hay una serie de factores —como los impuestos, la existencia de diferentes niveles de información entre prestatarios y prestamistas o la liquidez de los mercados— que hacen que el valor real de la empresa dependa de su estructura de capital. Por lo tanto, facilitar indicadores del coste de la financiación que reflejen dicha estructura podría tener un valor informativo.

El indicador del coste real de la financiación externa para las sociedades no financieras se ha calculado trimestralmente con datos históricos desde 1990. Sus componentes se ponderan por los respectivos saldos vivos (corregidos de efectos de valoración), de conformidad con las cuentas financieras trimestrales y suponiendo que reflejan la estructura de financiación a largo plazo de las sociedades financieras de la zona del euro. Sus componentes se deflactan por las expectativas de inflación utilizando los datos proporcionados por Consensus Economics Forecast. Es evidente que este indicador podría, con frecuencia, dar lugar a una sobreestimación de los costes en que incurren las sociedades no financieras, ya que los prestatarios suelen aprovechar las ventajas que les brindan los instrumentos de financiación más baratos disponibles y modificar, en consecuencia, su estructura de capital.

El coste real de los préstamos bancarios

Para determinar el coste de los préstamos bancarios para las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula un tipo de interés a corto y otro a largo plazo ponderando los tipos de interés individuales de los préstamos concedidos por las IFM por sus respectivos saldos vivos, siempre que sea posible.

1 Véase Modigliani F. y M. Miller (1958), «The cost of capital, corporate finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48.

Al calcular el coste de los préstamos bancarios para las sociedades no financieras de la zona del euro, hay que tener en cuenta que, a principios del 2003, se produjo una ruptura en la serie de tipos de interés aplicados por las IFM, debido a la sustitución de las estadísticas de los tipos de interés de las IFM no armonizados por las estadísticas de los tipos de interés armonizados, que son más exactas². Como no es posible realizar ningún ajuste fiable de los tipos anteriores al 2003, de momento no se ha corregido la diferencia.

A partir del 2003, sobre la base de los tipos de interés armonizados aplicados por las IFM, el tipo de interés a corto plazo de las IFM es una media ponderada de los tipos de:

- los descubiertos en cuenta y
- los nuevos préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año.

El tipo de interés a largo plazo aplicado por las IFM es una media ponderada de los tipos de:

- los nuevos préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y
- los nuevos préstamos sin fijación del tipo y con período inicial de fijación de más de cinco años.

Hasta el año 2003, y sobre la base de los tipos de interés no armonizados aplicados por las IFM, sólo había un tipo de interés a corto plazo para los préstamos hasta un año y un tipo de interés a largo plazo para los préstamos a más de un año. Para reflejar el coste de los préstamos bancarios desde 1990, se amplió hacia atrás la serie del tipo de interés de los préstamos a largo plazo de las IFM, que comenzaba en noviembre de 1996, utilizando los tipos de interés nacionales aplicados por las entidades de crédito a su clientela.

Además, por lo que respecta a las estadísticas armonizadas, existe un desajuste entre la definición de los tipos que se aplican a las nuevas operaciones, que se definen de acuerdo al período inicial de fijación de tipos del préstamo, y los saldos vivos, que se definen conforme al plazo inicial de vencimiento. Por consiguiente, la ponderación de los tipos por los correspondientes saldos vivos conduce al supuesto implícito de que no existe financiación a tipos variables. Por ejemplo, los tipos con un período inicial de fijación de más de cinco años se ponderan por el saldo vivo total de los préstamos con plazo inicial de vencimiento más de cinco años, aunque una parte de dichos saldos podría financiarse a tipos para períodos de fijación más cortos. Por tanto, es probable que la ponderación aplicada a los tipos de interés a largo plazo sea, hasta cierto punto, demasiado alta, mientras que la ponderación que se aplica a los tipos a corto plazo podría ser, en cierta medida, demasiado baja. Es probable que el efecto de este posible sesgo sea relativamente limitado y que no afecte con el tiempo a la evolución.

Además, en las estadísticas armonizadas, los tipos de interés se presentan con mayor detalle que los saldos vivos. Por consiguiente, los tipos correspondientes a las magnitudes de crédito (inferior o igual a 1 millón de euros y superior a 1 millón de euros) se han ponderado por la media móvil anual del volumen de las nuevas operaciones en estas dos magnitudes de crédito.

Por lo que respecta a la deflación del coste nominal por las expectativas de inflación, los tipos se han deflactado utilizando medidas que tienen cuenta la situación futura y que abarcan períodos relacio-

² Para más detalles sobre las nuevas estadísticas armonizadas, véase el recuadro titulado «Nuevas estadísticas del BCE sobre los tipos de interés de las IFM» en el Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2003.

nados con la vida de los instrumentos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos se deflactan por el promedio de las expectativas de inflación facilitadas por Consensus Economics Forecast correspondientes al año en curso y al siguiente (lo que permite un horizonte medio de unos nueve meses). Para los tipos a largo plazo, se utilizan expectativas de inflación con dos años de antelación, en consonancia con la evidencia empírica.

El coste real de los valores de renta fija

El cálculo del coste real de los valores de renta fija se basa en un índice de Merrill Lynch que recoge el rendimiento medio de los valores de renta fija privada con vencimiento a más de un año emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro con alta calificación crediticia (grado de inversión), cuyos datos están disponibles desde abril de 1998, el rendimiento de los valores de renta fija privada de los seis países más grandes de la zona del euro durante el período anterior a abril de 1998 y un índice de empresas de baja calificación (alta rentabilidad) en euros. Los rendimientos nacionales se agregan utilizando ponderaciones del PIB correspondientes a las paridades del poder adquisitivo del año 2001. No existe desagregación entre corto y largo plazo, ya que no se dispone de una medida adecuada que refleje el coste a corto plazo de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro.

El indicador se deflacta por las expectativas de inflación facilitadas por Consensus Economics Forecast, en consonancia con la vida de los valores de renta fija privada que, en promedio, es de unos cinco años.

El coste real del capital

La estimación del coste real del capital de las sociedades no financieras de la zona del euro se mide utilizando el modelo de descuento de dividendos de tres etapas de Gordon, tal como lo aplicaron Fuller y Hsia (1984)³. Según este modelo, el precio de una acción es equivalente al valor descontado de todos los dividendos futuros esperados que pague la acción. Así pues, se trata de un modelo relativamente sencillo en el que no se tienen en cuenta varios otros factores que podrían influir en el precio de mercado de las acciones. Además, para estimar el modelo, hay que utilizar algunos supuestos adicionales. En primer lugar, se supone que los dividendos representan una proporción constante de los beneficios, de modo que la tasa de crecimiento esperada de los dividendos puede sustituirse por la tasa de crecimiento futura esperada de los beneficios. En segundo lugar, se supone también que el crecimiento de los beneficios empresariales se desarrollará en tres etapas:

- La primera etapa incluye los cuatro primeros años. Para estimar el crecimiento medio de dichos beneficios en los cuatro años siguientes se utilizan las previsiones de Thomson Financial First Call para el índice del mercado bursátil de Morgan Stanley Capital International (MSCI) EMU. Esta tasa media de crecimiento se ha deflactado con las expectativas medias de inflación de los cuatro años siguientes para obtener un indicador del crecimiento real.
- La segunda etapa se prevé que se prolongue durante un período transitorio de ocho años, en el que se supone que el crecimiento de los beneficios empresariales en términos reales se ajuste de forma lineal a su tasa de crecimiento a largo plazo.

3 Para una descripción de la aplicación del modelo a la zona del euro, véase el recuadro 2 del artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», publicado en el Boletín Mensual de noviembre del 2004. Véase también Gordon M.J. «The Investment, Financing and Valuation of Corporations», Greenwood Publishing Group, 1962, y Fuller R. J. y C.-C. Hsia, «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal, septiembre-octubre de 1984.

- En la tercera etapa, se supone que el crecimiento de los beneficios empresariales en términos reales se mantiene constante en una tasa del 2,25%, que se sitúa dentro de la gama de las estimaciones del crecimiento potencial tendencial de la zona del euro.

En general, cuando se estima el coste del capital mediante el modelo de descuento de dividendos de tres etapas de Gordon, se supone que puede utilizarse como variable proxy de dicho coste la tasa de descuento, que puede descomponerse como la suma de un tipo de interés sin riesgo más una prima de riesgo de precio de acciones. En el contexto de los supuestos adoptados (por ejemplo, el crecimiento a largo plazo de los beneficios), la medida del coste del capital está sujeta a una mayor incertidumbre que los otros componentes del coste de la financiación, factor que debe tenerse en cuenta al comparar el coste de los diversos instrumentos de financiación.

Desde una perspectiva algo más a largo plazo, las IFM han tendido a reducir los tipos de interés que aplican a los préstamos en los últimos años, pero el estrechamiento del diferencial con los tipos de interés de mercado a plazos comparables ha sido menor en comparación con los pronunciados descensos observados en los diferenciales de los valores de renta fija privada.

El coste real de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras también disminuyó ligeramente en comparación con los ya reducidos niveles observados en el tercer trimestre. El bajo coste de financiación mediante valores de renta fija refleja los históricamente reducidos tipos de interés en todos los plazos y el muy reducido nivel de los diferenciales de los valores de renta fija privada (véase gráfico 25). La mayor parte de los diferenciales de los valores de renta fija privada se estabilizaron en un nivel bajo en el último trimestre del 2004. En particular, el diferencial entre los bonos de alta rentabilidad y con calificación BBB y los bonos de referencia se situó en el nivel más bajo registrado desde la introducción del euro. Los pronunciados descensos del diferencial de los bonos apuntan a una

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos; ponderados ¹⁾)										
							Variaciones en puntos básicos hasta dic 2004			
	2004 Jul	2004 Ago	2004 Sep	2004 Oct	2004 Nov	2004 Dic	2003 Ene	2003 Dic	2004 Ene	2004 Feb
Tipos de interés aplicados por las IFM										
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	5,37	5,40	5,38	5,40	5,37	5,27	-93	-31	-11	-10
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros										
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	4,02	4,02	3,99	4,01	4,01	3,98	-89	-4	-1	-3
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,68	4,71	4,70	4,65	4,55	4,44	-71	-37	-26	-11
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros										
sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	3,03	2,98	3,00	2,98	2,95	3,05	-68	-6	5	10
con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	4,31	4,18	4,31	4,19	4,15	4,06	-48	-28	-25	-9
Pro memoria										
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	-66	2	5	0
Rendimiento de la deuda pública a dos años	2,70	2,53	2,60	2,47	2,41	2,36	-28	-22	-24	-5
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	3,49	3,33	3,35	3,18	3,08	2,93	-47	-66	-42	-15

Fuente: BCE.

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

percepción relativamente favorable acerca de las perspectivas para las sociedades no financieras de la zona del euro. Al mismo tiempo, al comparar la evolución del rendimiento de los valores de renta fija privada con la de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito se ha de mencionar que los diferenciales de los valores de renta fija privada se han incrementado considerablemente en periodos de crisis financieras (tras el 11 de septiembre de 2001 y de nuevo en el segundo semestre del 2002), mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela han reaccionado con mayor moderación ante perturbaciones macroeconómicas. Por otra parte, cierta «búsqueda de rentabilidad» por parte de los inversores puede haber contribuido a reducir los citados diferenciales.

Recuadro 5

TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO A LOS TIPOS APLICADOS POR LAS IFM A LOS PRÉSTAMOS DESDE EL INICIO DE LA TERCERA FASE DE LA UEM

Los tipos de interés de los préstamos bancarios tienden a reflejar la evolución de los mercados monetarios y de capitales, tras algún período de ajuste¹. A su vez, las variaciones de los tipos de interés de los préstamos bancarios son un importante aspecto del proceso de transmisión de la política monetaria, dado que influyen en las condiciones de financiación y, por ende, en las decisiones de gasto en inversión residencial y no residencial y en consumo, que se transmitirán, en última instancia, a los precios y a la producción. En este recuadro se examina de qué manera las condiciones de los mercados monetarios y de capitales han afectado a los tipos de interés de los préstamos bancarios entre enero del año 1999 y diciembre del 2004.

El análisis se basa, para los dos últimos años, en las nuevas estadísticas armonizadas de tipos de interés aplicados por las IFM a las nuevas operaciones (disponibles a partir de enero del 2003). Para el período 1999-2002, se han utilizado los anteriores tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, todavía no armonizados. Además, el período comprendido entre enero del año 1999 y diciembre del 2000 se considera por separado, a fin de tener en cuenta el hecho de que los tipos de interés de mercado alcanzaron un máximo histórico hacia finales del 2000. Esta última subdivisión es algo artificial, ya que la mayor parte de los tipos de interés de mercado disminuyeron en los primeros meses de 1999.

En el período transcurrido desde enero del 2003, para el que se puede realizar un análisis más preciso, todos los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos se redujeron. El descenso más pronunciado, que fue superior al registrado por los tipos de interés de mercado, se produjo en los tipos de interés aplicados a los *préstamos a hogares para adquisición de vivienda*. Ello puede haber sido determinado, en parte, por la fuerte competencia existente en este segmento del mercado y por el aumento del valor de las garantías hipotecarias, como consecuencia de la pujanza del mercado de la vivienda en varios países (véanse también los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios)². En los períodos precedentes, para los que sólo se puede hacer una comparación provisional, dado que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos concedidos a su clientela se referían a todos los plazos, las variaciones de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda tendieron a responder de forma significativa a las de los tipos de interés de mercado, con independencia de si éstos últimos subían o bajaban.

- 1 Pas más información, véase, por ejemplo, el recuadro 3 titulado «Determinación de los tipos de interés de los préstamos bancarios en la zona del euro», en el Informe Anual del BCE del 2002.
- 2 Véase el recuadro 1 titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2005», en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005.

Cuadro Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos

	Variaciones en puntos básicos		
	Ene 1999 a dic 2000	Dic 2000 a dic 2002	Ene 2003 a dic 2004
Préstamos a sociedades no financieras			
(a) Plazo inicial inferior o igual a un año	112	-120	-
Descubiertos en cuenta	-	-	-93
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	-	-	-74
(b) Plazo inicial de más de un año	141	-111	-
Período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años	-	-	-43
Período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	-	-	-55
Préstamos a hogares			
(a) Para consumo	56	-61	-
Descubiertos en cuenta	-	-	-36
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	-	-	-47
Período inicial de fijación del tipo de más de un año	-	-	-74
(b) Para adquisición de vivienda	133	-133	-
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	-	-	-92
Período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	-	-	-84
Pro memoria			
Euribor a tres meses	179	-199	-66
Rendimiento de la deuda pública a dos años	176	-190	-28
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	152	-119	-47
Rendimiento de la deuda pública a diez años	125	-66	-58

Fuente: BCE.

Nota: Para los años 1999 a 2002, los datos se refieren a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela; a partir del 2003, se refieren a los tipos de interés ponderados aplicados por las IFM. Para más información, véase el recuadro titulado «Análisis de los tipos de interés aplicados por las IFM en el nivel de agregación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto del 2004.

Desde comienzos del 2003, el descenso de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los *préstamos a las sociedades no financieras* ha tendido también a superar el del EURIBOR a tres meses, mientras que la reducción de los tipos de interés a largo plazo de las IFM fue, en general, equivalente a la del rendimiento de la deuda pública a cinco y a diez años. La disminución observada desde principios del 2003 en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras, especialmente en los préstamos a corto plazo, puede reflejar el hecho de que las IFM han reducido recientemente su prima de riesgo de crédito, en el contexto de la mayor rentabilidad que han venido experimentando las sociedades no financieras y de sus esfuerzos por reestructurar sus balances (véase también la sección 2.6). Por otro lado, a la mayor reducción de los tipos de interés de las IFM registrada desde enero del 2003 pueden haber contribuido también algunos retrasos en el ajuste a anteriores descensos de los tipos de interés de mercado, relacionados con los retrasos normales que se producen en el proceso de transmisión³. Esta opinión está respaldada por la observación de que, en el pasado, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras han tendido a fluctuar menos que los tipos de interés de mercado, lo que indica que, por distintas razones, como las relaciones entre las entidades de crédito y su clientela, las entidades sólo ajustan los tipos de interés que aplican a estos préstamos de forma gradual, tanto en las fases de ascenso como en las de descenso de los tipos de interés.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los *préstamos a hogares para consumo* también han caído, en general, desde enero del 2003, aunque en mucha menor medida que, por ejemplo, el EURIBOR a tres meses. Los resultados de la última encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que, aunque se han ido relajando progresivamente, los criterios de aprobación del crédito pueden seguir reflejando las percepciones negativas de las entidades de crédito respecto a la solvencia de los consumidores.

3 Para conocer la evidencia empírica disponible, véase, por ejemplo, G. de Bondt, «Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level», ECB Working Paper, n.º 136, abril del 2002.

Al mismo tiempo, cabe destacar que los tipos de interés del crédito al consumo también han mostrado una marcada lentitud en el pasado. Por ejemplo, en los dos subperiodos que se iniciaron en enero del año 1999 y en diciembre del 2000, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos para consumo concedidos a su clientela sólo registraron una fracción de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado en los plazos cortos a medios. Por el contrario, desde enero del 2003 los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para consumo han disminuido más que los tipos de interés de mercado (es decir, el rendimiento de la deuda pública a diez años). Ello puede ser consecuencia de que, al menos en algunos países, el crédito al consumo a más largo plazo requiere garantías de mayor cuantía, lo que tiende a reducir el riesgo de crédito.

En conjunto, en el período transcurrido entre el año 1999 y el 2004 los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras tendieron, en gran medida, a reflejar variaciones de los tipos de interés de mercado, aunque con cierto retraso. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda siguieron más de cerca los tipos de interés de mercado en los primeros años de aplicación de la política monetaria única y tendieron, más recientemente, a descender de forma más acusada que los tipos de interés de mercado, en un contexto de crecimiento de los precios de la vivienda y de la competencia. La mayor parte de los tipos de interés a hogares para consumo, al menos los tipos a corto plazo, siguieron mostrando, hasta fechas recientes, una notable lentitud en su respuesta a fluctuaciones de los tipos de interés de mercado.

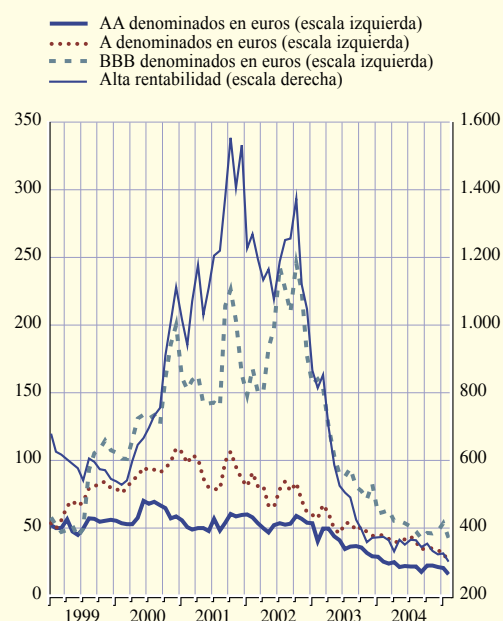
El coste real de las acciones cotizadas también cayó levemente, compensando, en parte, el incremento registrado en el tercer trimestre. Esta trayectoria se vio impulsada por la evolución más favorable de los mercados de renta variable de la zona del euro.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Durante el 2004, la capacidad de financiación interna de las sociedades no financieras mejoró sustancialmente, como indicó la evolución de los beneficios empresariales. Por ejemplo, los beneficios de las principales empresas que cotizan en el índice Dow Jones EUROSTOXX se estabilizaron en un nivel relativamente elevado (véase la sección 2.5 sobre mercados de renta variable). Además, la recuperación del excedente bruto de explotación en los últimos trimestres apunta a un aumento de la disponibilidad de financiación interna para las empresas de la zona del euro, lo que puede haber reducido la necesidad de recurrir a la financiación externa. Dado que la inversión creció con más lentitud, la brecha financiera, medida por la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital disminuyó ligeramente (véase también el recuadro 4, titulado, «Condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro» en el Boletín Mensual de diciembre del 2004).

Gráfico 25 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream y Merrill Lynch.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Saldo vivo a fin del último trimestre disponible (mm de euros)	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales)				
		2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Préstamos de IFM	3.155	3,5	3,2	4,0	4,5	5,4
Hasta un año	974	-0,8	-2,4	-2,1	-0,5	2,5
De uno a cinco años	549	3,0	3,6	6,4	6,1	6,2
Más de cinco años	1.632	6,5	6,9	7,2	7,2	6,9
Valores distintos de acciones	601	9,9	6,9	3,2	3,9	3,3
A corto plazo	90	5,1	-1,8	2,1	3,9	-1,4
A largo plazo, de los cuales ¹⁾	511	10,9	8,8	3,5	3,9	4,2
A tipo fijo	418	13,0	9,9	3,6	1,3	0,8
A tipo variable	80	-15,7	-8,5	-0,1	20,7	32,0
Acciones cotizadas	2.984	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8
Pro memoria²⁾						
Total financiación	7.382	3,0	1,8	1,8	1,9	2½
Préstamos a sociedades no financieras	3.703	3,2	1,6	2,0	2,1	3
Reservas de fondos de pensiones de sociedades no financieras	303	6,0	5,9	5,8	5,8	5½

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

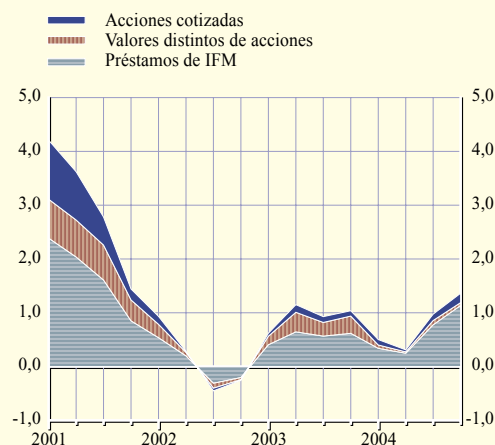
1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las estadísticas de las cuentas financieras. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones cotizadas y reservas de los fondos de pensiones. Los préstamos a las sociedades no financieras comprenden los préstamos concedidos por las IFM y otras instituciones financieras. Las tasas correspondientes al último trimestre se han estimado utilizando datos que se recogen en las estadísticas monetarias y bancarias y en las estadísticas de emisiones de valores.

Mientras que la financiación externa de las sociedades no financieras se mantuvo, en general, moderada, la financiación mediante deuda se recuperó ligeramente en el último trimestre del 2004. En particular, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se elevó desde el 4,5% en el tercer trimestre hasta el 5,4% en el cuarto (véase cuadro 5). Los datos mensuales más recientes indican que esta tasa aumentó de nuevo, hasta el 5,7%, en enero del 2005. En cambio, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujo hasta el 3,3% en el último trimestre, desde el 3,9% del trimestre precedente. Esta diferencia en el recurso a las distintas fuentes de financiación mediante deuda puede obedecer, en cierta medida, a una relajación gradual de los criterios de concesión del crédito por parte de las entidades de crédito, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2005. Por consiguiente, es posible que las sociedades no financieras hayan recurrido con más facilidad a los préstamos bancarios que en los últimos años. Además, la reducida emisión neta de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras de los últimos meses también puede ser resultado de unas amortizaciones relativamente elevadas, sobre todo en varios países de la zona del euro, tras la intensa actividad emisora de los años anteriores.

Gráfico 26 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación a las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación)

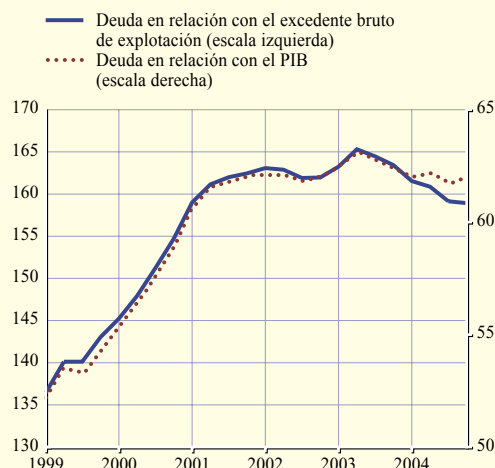


Fuente: BCE.

Nota: La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual y el deflactor del PIB.

Gráfico 27 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)

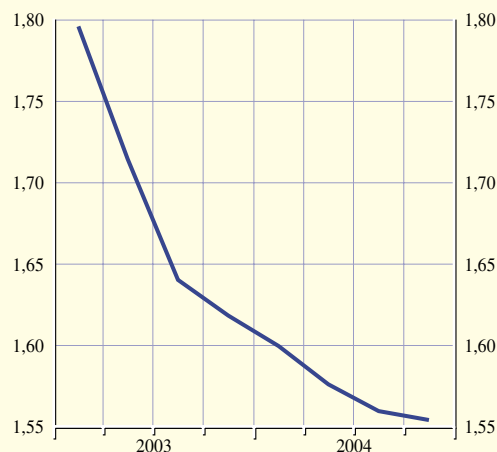


Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El excedente bruto de explotación se refiere al excedente bruto de explotación más la renta mixta del total de la economía. Los datos sobre endeudamiento proceden de las estadísticas de las cuentas financieras, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Las cifras correspondientes al último trimestre se han estimado con datos de las estadísticas monetarias y bancarias y de las estadísticas de emisiones de valores.

Gráfico 28 Pagos netos por intereses de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los pagos netos por intereses se refieren a los pagos por intereses de los préstamos de las IFM denominados en euros menos los intereses a los que se remuneran los depósitos en las IFM denominados en euros.

En cuanto a la financiación mediante acciones al final del 2004, la emisión neta de este tipo de valores por las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo moderada, en el muy reducido nivel observado en los dos últimos años. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció estable, en el 0,8%, en el último trimestre del 2004, frente al 0,7% del tercer trimestre. El reducido recurso a la financiación mediante acciones es consecuencia de la relativamente reducida demanda de financiación externa y del coste, muy bajo, de otras fuentes de financiación.

En general, se estima que el crecimiento interanual de la financiación total de las sociedades no financieras aumentó hasta el 2,5% en el cuarto trimestre del 2004, frente al 1,9% registrado en el tercer trimestre (véase cuadro 5).

El crecimiento interanual de las principales fuentes de financiación externa también se amplió en términos reales (véase gráfico 26), pero se mantuvo relativamente reducido.

SITUACIÓN FINANCIERA

La moderación de la financiación mediante deuda contribuyó a que disminuyera el endeudamiento de las sociedades no financieras en los últimos trimestres, aunque, desde una perspectiva histórica, permanecen en un nivel bastante elevado (véase gráfico 27). Esto puede deberse al hecho de que la necesidad de las empresas de reducir el endeudamiento es menos acuciante como consecuencia del bajo coste de la financiación mediante deuda. De hecho, la carga de la deuda de las sociedades no financieras, medida por la diferencia entre los intereses abonados por préstamos de las IFM denominados en euros y el interés al que se remuneran los depósitos en las IFM denominados en la citada moneda, continuó descendiendo en los dos últimos años (véase gráfico 28).

2.7 FINANCIACIÓN Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

El endeudamiento de los hogares se incrementó de nuevo en el último trimestre del 2004, apoyado en las favorables condiciones de financiación e impulsado, principalmente, por la persistente e intensa evolución de los préstamos para adquisición de vivienda. Esto se tradujo en un aumento de la deuda en relación con el PIB del sector hogares.

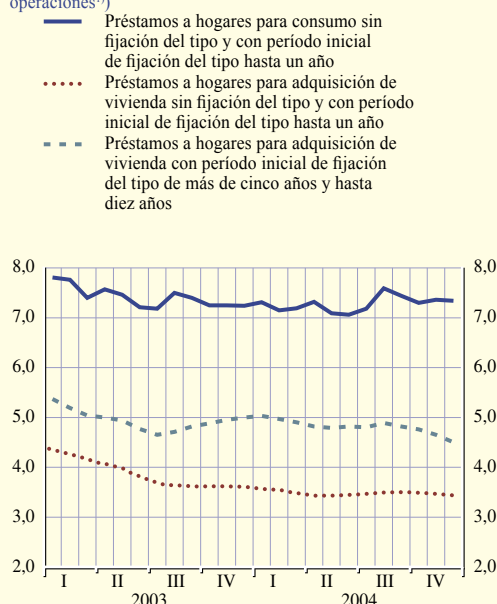
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

En el último trimestre del 2004, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se mantuvieron favorables. En particular, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares permanecieron en niveles muy reducidos en términos históricos.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones de préstamo a hogares, medidos por los tipos aplicados al crédito al consumo sin fijación del tipo y con período inicial de fijación hasta un año y el tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año, permanecieron estables, en general, en el cuarto trimestre (véase gráfico 29). Al mismo tiempo, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM, medidos por el tipo aplicado a los préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron de nuevo, más de 30 puntos básicos, en el cuarto trimestre. El diferencial entre los tipos de interés a corto y a largo plazo aplicados por las IFM y los tipos de mercado comparables

Gráfico 29 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares

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

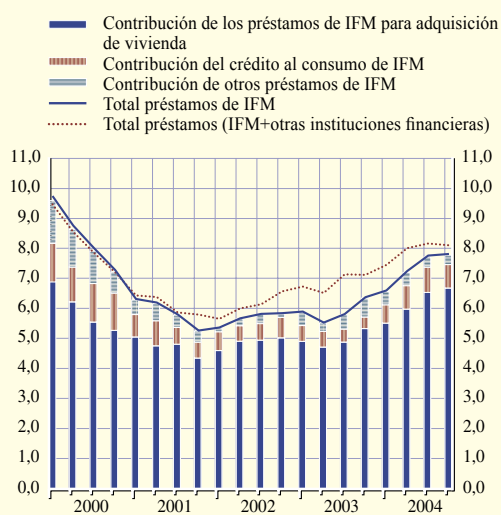


Fuente: BCE.

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

Gráfico 30 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de crecimiento interanual en porcentaje; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: El total de préstamos (IFM+otras instituciones financieras) en el último trimestre del 2004 se ha calculado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias.

se mantuvo estable, en general, en el último trimestre. En el recuadro 5 se analiza la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares desde una perspectiva a más largo plazo, así como la medida en que reflejan las variaciones en los tipos de interés de mercado.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

Según los datos más recientes de las cuentas financieras trimestrales, el total de préstamos concedidos por todas las instituciones financieras al sector hogares creció a una tasa interanual del 8,2% en el tercer trimestre del 2004. A partir de información procedente de estadísticas monetarias y bancarias, se estima que esta tasa de crecimiento interanual ha permanecido en torno al 8% en el último trimestre.

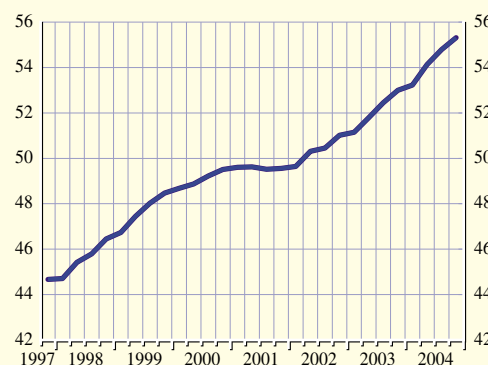
El persistente e intenso crecimiento de la financiación a hogares se debió, principalmente, a la evolución de los préstamos concedidos por las IFM, que se incrementaron a una tasa de variación interanual del 7,8% en el último trimestre. Desde el final del 2002, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares ha sido notablemente superior a la de los préstamos otorgados por las IFM, debido al crecimiento sostenido de los préstamos de otras instituciones financieras asociado a la titulización de los préstamos hipotecarios en algunos países de la zona del euro. No obstante, en los últimos trimestres, los préstamos de otras instituciones financieras para la financiación de los hogares parecen haber disminuido ligeramente (véase gráfico 30).

En el último trimestre del 2004, el crecimiento de los préstamos de las IFM a los hogares pareció continuar impulsado por el pronunciado incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de estas instituciones para adquisición de vivienda (que se situó en el 10% en diciembre, en comparación con el 9,8% de septiembre), apoyado en las favorables condiciones de financiación en un entorno de dinamismo en los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro. Esto se confirma en los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, en los que se apuntaba a un aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda en el último trimestre, principalmente como consecuencia de la persistencia de una percepción, por parte de los prestatarios, de mejores perspectivas en los mercados de la vivienda. La tendencia observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda continuó en enero del 2005, mes en que se situó en el 10,1%.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió en diciembre del 2004, hasta el 5,8%, desde el 6,2% de septiembre, tras mostrar una tendencia al alza en trimestres anteriores. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos de las IFM a hogares se situó en el 1,7% en diciembre. Según la encuesta sobre préstamos bancarios, la reducción de la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos registrada en el último trimestre del 2004 fue atribuible a caída de la confianza de los consumidores y a mejora del ahorro de los hogares. La tasa de crecimiento interanual de estas dos modalidades de préstamo se elevó sustancialmente en enero, hasta el 6,8% para el crédito al consumo y el 2,3% para otros préstamos.

Gráfico 31 Endeudamiento de los hogares en relación con el PIB

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: Los datos del endeudamiento en el último trimestre de 2004 se han calculado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Si se consideran las cuentas financieras trimestrales, la deuda en relación con el PIB es ligeramente inferior a la de las cuentas financieras anuales, debido, fundamentalmente, a que no están incluidos los préstamos concedidos por los sectores no financieros y por las entidades de crédito no residentes en la zona del euro.

SITUACIÓN FINANCIERA

Tras la persistente e intensa evolución del endeudamiento de los hogares, la deuda de los hogares en relación con el PIB registró un nuevo incremento y se situó por encima del 55% en el cuarto trimestre del 2004 (véase gráfico 31). Esta evolución hace que se plantee la cuestión de la sostenibilidad de los elevados niveles actuales de endeudamiento de los hogares, de los que los datos sobre morosidad constituyen un indicador desfasado (véase recuadro 6). No obstante, se estima que la carga total de la deuda del sector hogares (los pagos por intereses y los pagos del principal) ha permanecido estable, en general, desde el 2000 como una ratio en relación con la renta disponible, debido al entorno de tipos de interés históricamente bajos.

Recuadro 6

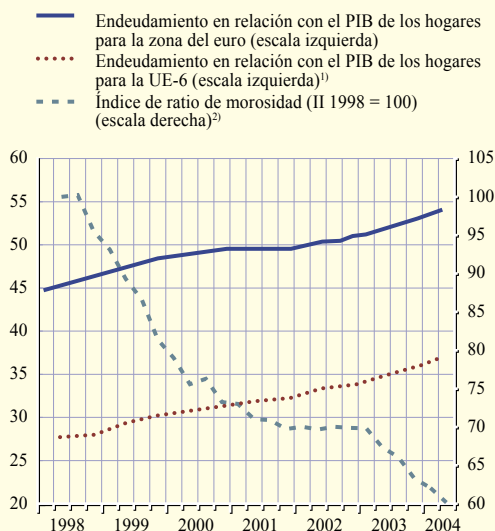
TENDENCIAS DEL ENDEUDAMIENTO Y LA MOROSIDAD DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

Desde finales de los años noventa se ha registrado una rápida acumulación de deuda en los hogares de la zona del euro. En el cuarto trimestre del 2004, el endeudamiento total de los hogares en relación con el PIB se situó ligeramente por encima del 55%, en torno a 10 puntos porcentuales por encima del nivel observado a comienzos de 1998. El mayor endeudamiento amplificará probablemente el impacto de perturbaciones generadas por la evolución de la renta familiar o de los tipos de interés en el balance patrimonial de los hogares y en las ratios de carga de la deuda. Como la mayor parte del aumento del endeudamiento refleja un fuerte crecimiento de la financiación hipotecaria, en un entorno de mercados de la vivienda dinámicos, estos efectos amplificadores podrían también producirse como resultado de cambios sustanciales en el precio de la vivienda y, por tanto, en el valor de los activos de garantía. En el contexto de esas perturbaciones, un mayor nivel de endeudamiento implica, pues, un mayor riesgo de que los hogares tenga problemas a la hora de hacer frente al compromiso de pago de su deuda y de que se incrementen los créditos morosos. En este recuadro se analizan algunos factores que pueden ayudar a evaluar la relación entre la evolución del endeudamiento y la morosidad.

Los créditos morosos se definen como créditos que sufren un retraso en el pago de al menos tres meses. No obstante, ese concepto puede diferir de un país a otro en función de la normativa y de las políticas relativas a la rapidez con la que se tratan o se regularizan los créditos morosos, eliminándolos así de las estadísticas. La disponibilidad de datos sobre créditos morosos en los países de la zona del euro es bastante reducida y, en el caso de que se disponga de ellos, la desagregación en hogares y sociedades no financieras abarca habitualmente un período limitado. Además, la falta de armonización de los datos indica

Gráfico A Endeudamiento y morosidad de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje; índice II 1998 = 100)



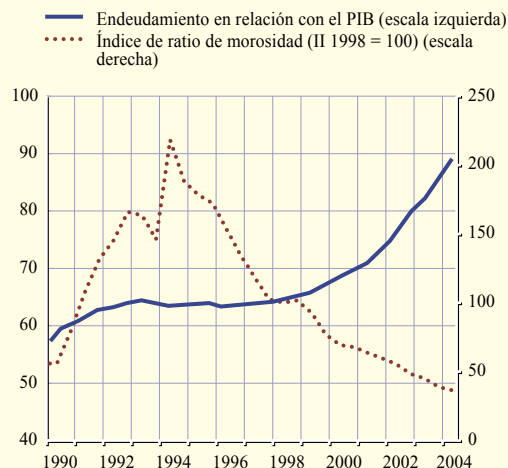
Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye los seis países para los que se dispone de datos sobre créditos morosos (Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia y Portugal). En contraposición con las cifras para el conjunto de la zona del euro, esta ratio se calcula únicamente a partir de los préstamos concedidos por las IFM.

2) La ratio se calcula como los créditos morosos de los países en porcentaje de los préstamos totales de los países. El índice ponderado se calcula utilizando la participación de cada país en el endeudamiento agregado.

Gráfico B Endeudamiento y morosidad de los hogares en el Reino Unido

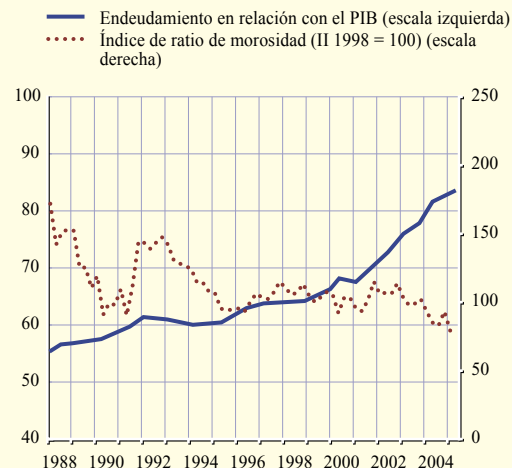
(en porcentaje; índice II 1998 = 100)



Fuentes: Council of Mortgage Lenders, APACS y Bank of England.

Gráfico C Endeudamiento y morosidad de los hogares en Estados Unidos

(en porcentaje; índice II 1998 = 100)



Fuentes: Comité de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos.

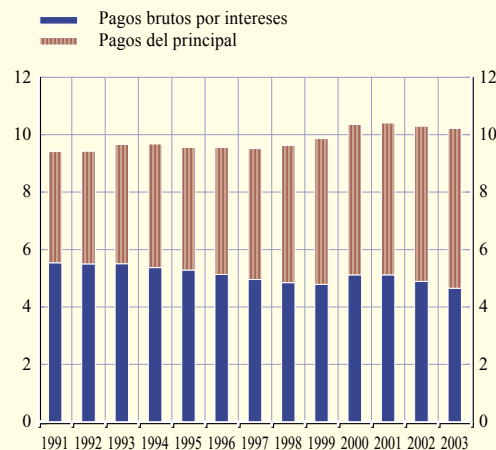
que se han de evaluar con cautela. El gráfico A muestra un índice de la ratio entre los créditos morosos de los hogares y los préstamos totales concedidos a los hogares, construido sobre la base de datos publicados por los bancos centrales nacionales de Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia y Portugal. Estos países representan el 57% del PIB de la zona del euro, pero sólo el 40% en términos del saldo de los préstamos a hogares. La muestra abarca el período comprendido entre el segundo trimestre de 1998 y el segundo trimestre del 2004. Los datos muestran que la ratio de morosidad ha venido cayendo desde 1998, especialmente en la primera parte del período, que se caracterizó por un fuerte crecimiento económico, pero también durante la desaceleración económica posterior.

En Estados Unidos y en el Reino Unido se ha observado una evolución prácticamente similar de la ratio de endeudamiento y de la ratio de morosidad. En ambas economías, la ratio de endeudamiento se ha acelerado desde finales de la década de los noventa. En cuanto a la morosidad, en los últimos años la ratio se ha reducido sustancialmente en el Reino Unido, siguiendo la tendencia a la baja iniciada después de la crisis de la vivienda registrada a comienzos de los años noventa. Por comparación, la reducción de la ratio de morosidad en Estados Unidos ha sido más moderada desde finales de los años noventa (véanse gráficos B y C).

Al evaluar el descenso continuado de la ratio de morosidad, se ha de tener en cuenta que este indi-

Gráfico D Pagos por intereses y pagos del principal de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

cador tiene un desfase natural con respecto a la evolución del nivel de endeudamiento insostenible. Por ello, la valoración de los riesgos asociados a la acumulación de deuda en los últimos años necesita centrarse directamente en si esta acumulación es sostenible o no. A este respecto, cabe argumentar que el fuerte aumento de la ratio de endeudamiento en los últimos años refleja un proceso equilibrador.

En primer lugar, como parte del proceso de convergencia anterior a la Unión Monetaria, las tasas de inflación de la zona del euro convergieron hacia niveles reducidos y estables. Unas condiciones macroeconómicas más estables desde finales de los años noventa se traducen en menores tasas de desempleo y en tipos de interés más bajos, implicando menos incertidumbre respecto a los flujos de renta y una menor carga de la deuda. Esto permite que los hogares se endeuden más a un nivel de renta determinado sin incurrir necesariamente en un riesgo mayor. Por ejemplo, en la zona del euro la ratio de carga de la deuda (es decir, los pagos por intereses y los pagos del principal) en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido prácticamente estable desde 1998, en torno al 9%-10%, a pesar del aumento de la ratio de endeudamiento (véase gráfico D)

En segundo lugar, el aumento del endeudamiento hipotecario podría estar asociado a una demanda de vivienda estructuralmente más elevada debida al cambio demográfico. Esto podría explicarse por el hecho de que las cohortes del *baby-boom* de los años sesenta han alcanzado en los últimos años una edad en la que las familias suelen adquirir una vivienda. Además, existe una tendencia secular hacia familias más pequeñas.

En tercer lugar, puede haber también factores estructurales que expliquen directamente la menor ratio de morosidad. Entre ellos cabría mencionar, por ejemplo, el uso de técnicas de gestión de riesgos más perfeccionadas por parte de las entidades de crédito y/o la existencia de mejores instrumentos para que las entidades de crédito de mayor tamaño se deshagan de parte de su riesgo de crédito, bien a través de la titulización o bien mediante el empleo de derivados de crédito.

Pese a estas explicaciones, que justificarían la coexistencia de un mayor endeudamiento estructural y de una menor morosidad, conviene realizar un seguimiento estrecho de los riesgos asociados a las posibles relaciones entre fuertes subidas del precio de la vivienda, por un lado, y una alta ratio de endeudamiento de los hogares y una baja ratio de morosidad, por otro. La encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema sugiere, por ejemplo, que la persistente relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en los últimos trimestres es consecuencia de una intensa competencia entre los bancos más que de una mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda. No puede descartarse la posibilidad de que, actualmente, los riesgos generales asociados al rápido aumento del precio de la vivienda se estén infravalorando, debido a la fuerte competencia en el sector bancario y a los bajos niveles actuales de la morosidad.

3 PRECIOS Y COSTES

La tasa de variación interanual del IAPC de la zona del euro descendió sustancialmente, hasta el 1,9%, en enero del 2005, situándose 0,5 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el mes anterior y también muy por debajo del 2,3% registrado, en promedio, desde mayo del 2004. Este descenso fue generalizado en todos los componentes de la inflación medida por el IAPC y fue determinado, en parte, por efectos de base. Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó ligeramente, hasta el 2%, en febrero. La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó al 3,9% en enero, volviendo casi al valor máximo alcanzado en octubre del 2004. Este aumento parece haber sido consecuencia de la elevación de los precios industriales de la energía. Por último, los indicadores de costes laborales sugieren que las presiones salariales se mantuvieron moderadas a lo largo del 2004.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE FEBRERO DEL 2005

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2% en febrero, desde el 1,9% registrado en el mes anterior (véase cuadro 6). Aunque no se dispone todavía de información detallada, es probable que el ligero aumento de la inflación observado entre enero y febrero haya sido determinado por el incremento de los precios de la energía. Sin embargo, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN ENERO DEL 2005

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro se redujo al 1,9% en enero del 2005, situándose 0,5 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en diciembre del 2004 (véase gráfico 32) y 0,2 puntos porcentuales por debajo del avance de Eurostat publicado a comienzos de febrero. Aunque se esperaba cierta disminución de la inflación en enero, como consecuencia de una serie de efectos de base predecibles, este descenso fue más pronunciado, debido a la evolución favorable de los componentes más volátiles del IAPC, observada especialmente en los precios del petróleo y de los alimentos no elaborados.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados experimentó un acusado descenso. La caída de los precios del petróleo observada a comienzos de enero y un efecto de base moderaron la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La disminución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados hasta el -0,6% en enero fue originada,

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

fundamentalmente, por los precios de las hortalizas, que apenas experimentaron cambios al inicio del año, época en la que se suelen registrar fuertes aumentos. Sin embargo, ambos factores pueden ser de corta duración, ya que los precios del petróleo subieron nuevamente a partir de mediados de enero, volviendo a los niveles observados a comienzos de noviembre del 2004, y es conocida la volatilidad de los precios de las hortalizas, que dependen de las condiciones meteorológicas.

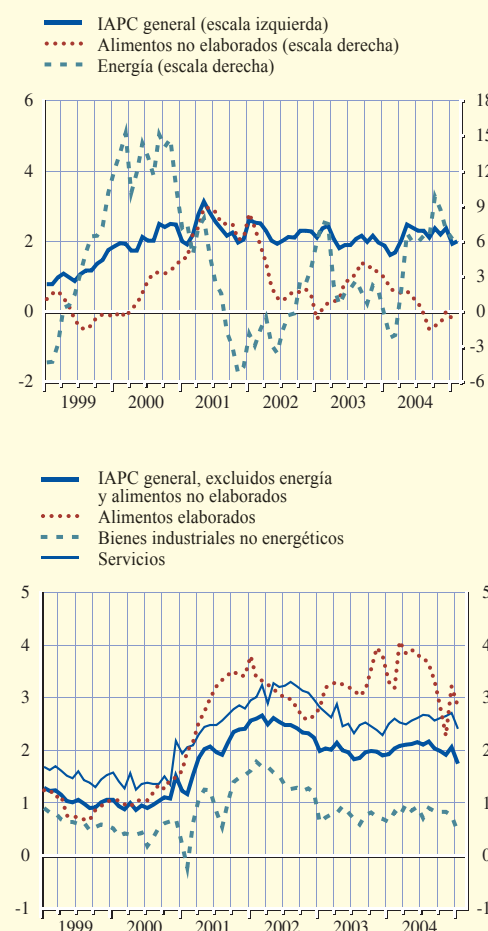
La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, descendió 0,3 puntos porcentuales, hasta el 1,8%, en enero del 2005, como reflejo de una moderación generalizada de los aumentos de precios en la economía de la zona del euro, así como de efectos de base asociados a las subidas de precios registradas en enero del 2004. Si bien en la evolución de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados influyó, en gran medida, un efecto de base de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo el año pasado en Francia, también se observó cierta estabilización de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados distintos del tabaco. Los precios de los bienes industriales no energéticos descendieron también en tasa interanual, desde el 0,8% de diciembre al 0,5% de enero, lo que puede atribuirse a la acentuación del patrón estacional de rebajas que se ha venido implantando en algunos países de la zona del euro en los últimos años. Este patrón es particularmente pronunciado en los precios de los artículos de vestir y del calzado, debido a las rebajas estacionales. Sin embargo, la experiencia pasada muestra que estos precios son susceptibles de repuntar bastante rápidamente. Por último, la mayor parte de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios observada en enero puede ser resultado de un efecto de base de los aumentos de los precios administrados de los servicios sanitarios registrados el año pasado en Alemania.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles sobre los precios industriales de la zona del euro indican cierto aumento de las tasas de variación interanual, como consecuencia de la subida de los precios de la energía. En enero, la tasa de variación interanual del índice general de precios industriales, excluida la construcción, se elevó 0,4 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, con lo que se situó en el 3,9%, volviendo prácticamente al máximo alcanzado en octubre del 2004. El incremento observado recientemente puede explicarse enteramente por la evolución de los precios industriales de la energía, cuya tasa de variación interanual pasó del 6,6% de diciembre del 2004 al 8% de enero del 2005, impulsada, probablemente, por

Gráfico 32 Desagregación del IAPC por principales componentes

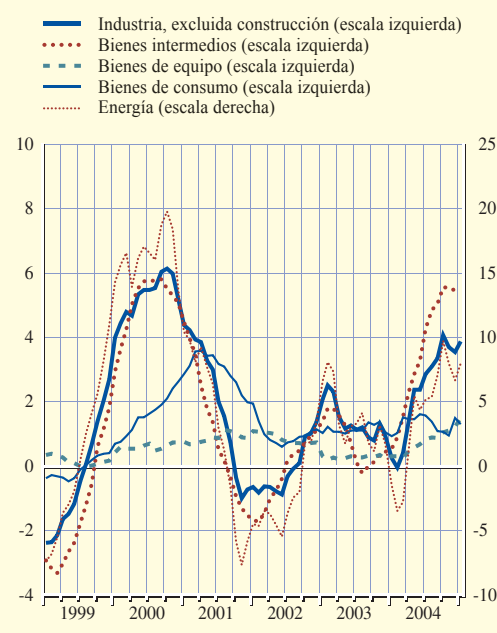
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 33 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 34 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: NTC Research.

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

la subida de los precios del petróleo. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales en la industria, excluidas la construcción y la energía, permaneció estable en el 2,9% en enero.

En cuanto a los distintos componentes de los precios industriales, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se mantuvo sin cambios en el 5,5% en enero, en línea con la estabilización observada desde octubre del 2004 (véase gráfico 33). Esta estabilización es, probablemente, resultado de la reducción de la tasa de variación interanual de los precios en euros de las materias primas distintas del petróleo y de la caída de los precios del petróleo registrada entre octubre y diciembre del 2004. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios sigue siendo alta, reflejo de los niveles relativamente elevados de los precios de las materias primas, en general. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo continuó subiendo en enero. Por último, la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se redujo al 1,3% en enero, como consecuencia, en gran medida, de la evolución de los precios de los bienes de consumo no duradero. Si bien las cifras relativamente altas observadas en diciembre pueden atribuirse, principalmente, a la incidencia de la elevación de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Alemania e Italia, en enero la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero se vio afectada por un efecto de base a la baja derivado del aumento de los impuestos sobre el tabaco aplicado en Francia el año pasado. Si se excluye el efecto de los alimentos y del tabaco, se observaría de hecho una ligera tendencia al alza en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo en los dos últimos meses.

De cara al futuro, los datos de las encuestas correspondientes a febrero del 2005 siguieron apuntando a una posible reducción de las subidas de los precios industriales. Aunque siguió indicando aumentos de precios, el índice de precios de la zona del euro, que recoge los precios de los bienes intermedios en el

Recuadro 7

DATOS DE LAS ENCUESTAS A LOS DIRECTORES DE COMPRAS SOBRE LOS PRECIOS DE LOS BIENES INTERMEDIOS Y LOS PRECIOS DE PRODUCCIÓN

En este recuadro se considera la utilidad de la información de las encuestas a los directores de compras sobre precios, para la comprensión de la evolución de los precios industriales de la zona del euro. Los datos de las encuestas, que están disponibles tanto para el sector manufacturero como para el sector servicios, pueden ofrecer indicaciones sobre la transmisión de las variaciones de los costes de los bienes intermedios a los precios de los bienes intermedios y los precios de producción.

Las encuestas de opinión mensuales de la zona del euro sobre la evolución reciente de la actividad económica y de los precios (encuestas a los directores de compras) son realizadas por una empresa privada, NTC Research. En respuesta a preguntas formuladas en cuestionarios, los directores de compras de los sectores de manufacturas y servicios proporcionan información sobre las variaciones recientes de los precios de los bienes intermedios y de los precios cobrados, señalando si estos precios han subido, bajado o se han mantenido sin cambios, en comparación con el mes anterior. Las respuestas se convierten en índices de difusión en los que la cifra 50 indica un nivel de precios que no ha cambiado y los resultados por encima o por debajo de 50 reflejan una subida o bajada de precios. Las encuestas a los directores de compras se efectúan a mediados de mes y los resultados de la zona del euro se publican el primer día laborable (para el sector manufacturero) y el tercer día laborable (para el sector servicios) siguiente al mes de referencia.

La encuesta al sector manufacturero se lleva a cabo en ocho países de la zona del euro, que representan el 92% del PIB de la zona. La encuesta al sector servicios se realiza en cinco países de la zona del euro, que representan el 81% del PIB de la zona. Para el sector manufacturero, la encuesta se lleva a cabo entre unas 3.000 empresas y la evolución de los precios medios de todos los bienes adquiridos viene reflejada en la pregunta relativa a los precios de los bienes intermedios. Además, los encuestados han de proporcionar información cualitativa sobre la evolución de los precios de determinadas partidas y sobre la razón de esta evolución, si es conocida¹. Para el sector servicios, los datos se recogen entre 2.000 empresas que abarcan varios sectores de servicios de mercado, excluido el comercio al por mayor y al por menor, y los precios medios de todos los bienes intermedios (adquisiciones de bienes y servicios, costes de personal, alquileres) se reflejan en la pregunta relativa a los precios de los bienes intermedios.

El gráfico 34 de esta sección del Boletín Mensual presenta las series de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados para el sector manufacturero y el sector servicios². Dado el intervalo de tiempo relativamente corto al que corresponden los datos disponibles, estos resultados han de interpretarse con cautela. La serie de precios de los bienes intermedios para el sector manufacturero ha mostrado una mayor volatilidad que la del sector servicios, toda vez que esta última se refiere a todos los bienes intermedios, incluidos los costes laborales, alquileres, etc. En la situación actual, el índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero es más alto que el de los precios de los bienes intermedios del sector servicios, reflejo de la valoración de los directores de compras de que los precios de los bienes intermedios han subido en consonancia con la trayectoria al alza observada

1 Por ejemplo, en los últimos meses los elevados precios de la energía y del acero han sido señalados como factores determinantes del nivel relativamente alto del índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero. En la encuesta de febrero correspondiente al sector servicios, entre los factores importantes también se mencionaron los costes de la energía y, en Alemania, los peajes de las autopistas.

2 NTC Research recopila series «compuestas» para la zona del euro, utilizando los resultados de las encuestas a los sectores de manufacturas y de servicios, que no se presentan en este recuadro.

Gráfico A Datos de la encuesta a los directores de compras y precios industriales para el sector manufacturero

(índice de difusión; tasa de variación intertrimestral anualizada)



Fuentes: Eurostat, NTC Research y cálculos del BCE.
Notas: Encuesta a los directores de compras. Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios de los bienes intermedios o de los precios cobrados del sector manufacturero, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

Gráfico B Datos de la encuesta a los directores de compras para el sector servicios

(índice de difusión)



Fuente: NTC Research.
Notas: Encuesta a los directores de compras. Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios de los bienes intermedios o de los precios cobrados del sector servicios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución de los mismos.

en los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo desde mediados del 2003. Por otro lado, aunque ha subido también desde mediados del 2003, el nivel más bajo del índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios indica que los aumentos de los costes laborales, que están incluidos en el índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios, pero no así en el del sector manufacturero, han sido relativamente moderados durante el mismo período. Asimismo, cabe destacar que la serie de precios cobrados en el sector manufacturero se ha elevado menos que la de los precios de los bienes intermedios, lo que sugiere que parte del incremento de los costes de los bienes intermedios puede haber sido absorbido en los márgenes. El descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios del sector manufacturero registrado desde mediados del 2003 puede haber sido también uno de los factores determinantes de esta evolución.

El gráfico A presenta los datos de la encuesta a los directores de compras relativos a los precios de los bienes intermedios y los precios cobrados del sector manufacturero, junto con la evolución de los precios de producción del sector manufacturero, utilizando las estadísticas oficiales. Dado el intervalo de tiempo relativamente reducido que abarcan los datos disponibles sobre el índice de precios cobrados, es difícil extraer conclusiones definitivas. No obstante, parece existir una correlación bastante alta entre los datos de precios de producción del sector manufacturero y las series temporales de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados.

Como se indicaba anteriormente, para el sector servicios la serie de precios de los bienes intermedios de la encuesta a los directores de compras incluye todos los bienes intermedios y no sólo los bienes adquiridos, por lo que la brecha entre los datos de precios de los bienes intermedios y de precios cobrados puede dar una idea provisional de la evolución de los márgenes. Sin embargo, han de te-

nerse en cuenta una serie de factores. En primer lugar, las preguntas de la encuesta a los directores de compras (“¿Los precios de los bienes intermedios/precios cobrados son más altos, iguales o más bajos?”) proporcionan información cualitativa. En segundo lugar, en la actualidad sólo se dispone de datos para un período de tiempo relativamente corto. En tercer lugar, la serie de precios de los bienes intermedios ha sido más elevada que la de los precios cobrados durante todo el período para el que se dispone de datos. Estas observaciones sugieren que las variaciones relativas de las series de las encuestas sólo señalan la evolución direccional de los márgenes y no su evolución real. La brecha entre el índice de precios cobrados y el índice de precios de los bienes intermedios (ambos representados en el gráfico B) sugiere que los aumentos de los precios de las materias primas registrados en los años 1999-2000 y desde mediados del 2003 han ejercidos algunas presiones sobre los márgenes en el sector servicios, pese a que estos bienes intermedios representan una parte relativamente pequeña del total de bienes intermedios de este sector. Sin embargo, en algunos sectores de servicios, como los de las líneas aéreas, los márgenes se ven afectados de forma significativa por el comportamiento de los precios del petróleo.

En conclusión, los datos de las encuestas a los directores de compras sobre los precios de los bienes intermedios y los precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios proporcionan una indicación útil y puntual de la evolución de los precios industriales, especialmente en el caso del sector servicios, en el que no se dispone todavía de estadísticas oficiales de precios industriales³.

3 No existen estadísticas oficiales de precios de los bienes intermedios de la zona del euro. Se espera que se empezará a elaborar índices de precios de producción de la zona del euro para el sector servicios a partir del 2007, tras la próxima revisión del reglamento comunitario sobre estadísticas de coyuntura.

el sector manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras, volvió a bajar en febrero. Sin embargo, el índice de precios cobrados en el sector manufacturero (o precios de producción) se elevó nuevamente en febrero, lo que sugiere que los productores siguieron trasladando parte de la reciente subida de los precios de los bienes intermedios a lo largo de la cadena de precios (véase gráfico 34). Durante el período de tiempo relativamente breve para el que se dispone de datos, los precios industriales del sector manufacturero mostraron un grado relativamente alto de correlación con los resultados de las encuestas sobre los precios de los bienes intermedios y los precios de producción (véase el recuadro 7 en el que se analiza este tema). En el sector servicios, aunque sólo se disponía de los datos de enero del 2005 en el momento de redactar el presente capítulo, los precios de los bienes intermedios y los precios cobrados siguieron apuntando a nuevos incrementos.

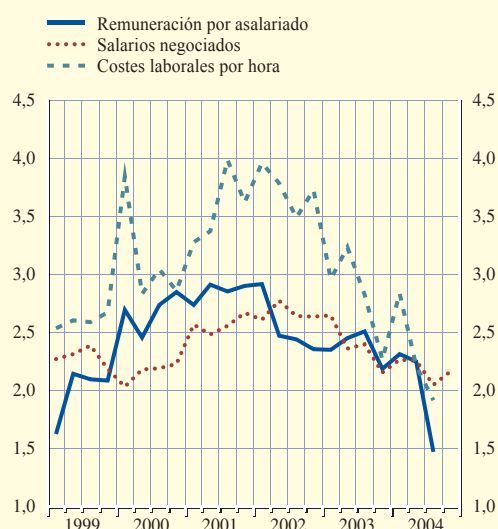
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El indicador de salarios negociados de la zona del euro proporciona una información inicial sobre la evolución de los costes laborales en el último trimestre del 2004. Los salarios negociados se elevaron un 2,2% en tasa interanual durante este período, situándose 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel del tercer trimestre y ligeramente por debajo de los valores observados en el primer semestre del año (véase cuadro 7). Este aumento fue determinado, en gran medida, por un ligero incremento de la tasa de variación interanual de los salarios negociados de Alemania, aunque también se vio acentuado por un efecto del redondeo.

Todos los demás indicadores de crecimiento de los costes laborales tendieron a descender en los tres primeros trimestres del 2004, confirmando el panorama general de moderación salarial observado en la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el sector

Gráfico 35 Indicadores de costes laborales

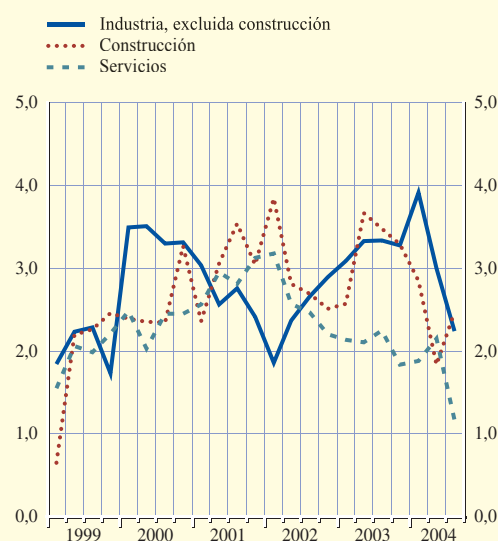
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 36 Remuneración sectorial por asalariado

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de empresas no agrícolas disminuyó de forma acusada en el transcurso del año, pasando del 2,8% del primer trimestre al 1,9% del tercer trimestre. Asimismo, la remuneración por asalariado cayó al 1,5% en el tercer trimestre del 2004, aunque esta caída fue exagerada por la volatilidad de los datos del sector público italiano (véase gráfico 35). La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió en la industria, los servicios y, aunque en menor medida, en la construcción (véase gráfico 36).

En conjunto, la evolución reciente de los salarios negociados confirma la persistencia de la desaceleración del crecimiento salarial observada en los dos últimos años. Con la recuperación de la actividad económica, el crecimiento de la productividad mejoró en el 2004. Junto con la desaceleración del crecimiento salarial, el repunte del crecimiento de la productividad ejerció presiones a la baja sobre el crecimiento de los costes laborales unitarios, cuya tasa de crecimiento interanual

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

disminuyó del 1% en el primer trimestre del 2004 al 0,1% en el tercer trimestre. Por lo tanto, es probable que las presiones inflacionistas derivadas del mercado de trabajo hayan sido moderadas en el período transcurrido hasta finales del 2004.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Si no se producen nuevos aumentos de los precios del petróleo o de los impuestos y precios administrados, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se mantendrá, probablemente, en torno al 2% en los próximos meses, aunque se prevé cierto grado de volatilidad. Los últimos indicadores disponibles no sugieren que se estén desarrollando fuertes presiones inflacionistas internas en la zona del euro. Se ha mantenido la contención salarial, en un contexto de moderado crecimiento económico y de debilidad de los mercados de trabajo. Las proyecciones de marzo del 2005 de los expertos del BCE anticipan que la inflación medida por el IAPC se situará entre el 1,6% y el 2,2% en el 2005 y entre el 1% y el 2,2% en el 2006 (véase el recuadro 10 titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual). Al considerar estas proyecciones, han de tenerse en cuenta varios riesgos alcistas, especialmente en relación con la evolución futura de los precios del petróleo. Además, la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrá volver a ejercer una incidencia al alza. Por otra parte, habrá de vigilarse el riesgo potencial de que anteriores aumentos de la inflación puedan producir efectos secundarios en la fijación de precios y salarios en toda la economía. Estos riesgos pueden llegar a ser más importantes a medio plazo, a medida que vayan mejorando las condiciones de los mercados de trabajo. A este respecto, será necesario realizar un estrecho seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2% en el cuarto trimestre del 2004, confirmando el ritmo más moderado de la actividad económica en el segundo semestre del año pasado. La desagregación por componentes del gasto muestra que el impulso positivo generado por una mayor demanda interna se vio contrarrestado por una contribución negativa de la variación de existencias y de la demanda exterior neta. Si bien parte de la reciente debilidad del crecimiento del producto podría parecer transitoria, los indicadores a corto plazo de que se dispone sugieren únicamente una ligera mejora en el primer trimestre del 2005. De cara al futuro, se mantienen las condiciones para que continúe el crecimiento a lo largo del año, y para que se intensifique en el 2006.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DE GASTO

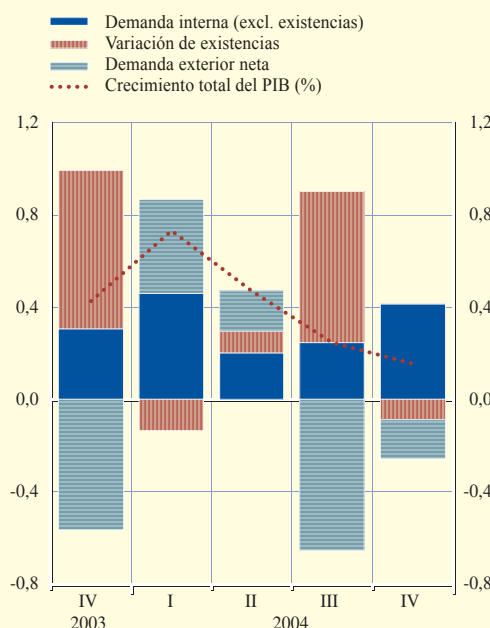
La primera estimación de las cuentas nacionales de la zona del euro para el cuarto trimestre del 2004 corrobora el ritmo moderado del crecimiento en el segundo semestre del año. Se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB real fue del 0,2% en el cuarto trimestre, sin cambios con respecto a la estimación para el tercer trimestre, revisada a la baja, y significativamente inferior a la media del 0,6% registrada en el primer semestre del 2004 (véase gráfico 37). En el cuarto trimestre, los ajustes estadísticos por días laborables relacionados, en parte, con las fiestas oficiales podrían explicar la moderación del crecimiento del PIB real recogida en la estimación. En lo que se refiere al conjunto del 2004, el PIB real aumentó un 1,8% en datos ajustados por días laborables, aunque se estima que alcanzó el 2% si se consideran los datos sin ajustar. La diferencia entre las dos estimaciones del crecimiento interanual del PIB real se debe a la existencia de unos 4 días laborables más en el 2004 que en el 2003.

Además de sus repercusiones sobre el crecimiento medio observado en el 2004, el ritmo más lento de la actividad económica en el segundo semestre del año pasado conlleva un limitado «efecto arrastre» de carácter positivo sobre el crecimiento medio anual del PIB en el 2005 (véase el recuadro 8 titulado «El efecto arrastre en el crecimiento medio anual del PIB real en el 2005»). Este efecto explica algunas de las recientes revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento anual del PIB real para el 2005.

En lo que se refiere a la desagregación del gasto, la contribución de la demanda interna se elevó en el cuarto trimestre del 2004 como consecuencia de una recuperación del consumo privado y del crecimiento sostenido de la inversión. El repunte del gasto en consumo podría reflejar, en cierta medida, la desaparición del impacto del alza de los precios del petróleo, de comienzos del año pasado, sobre el poder adquisitivo y la confianza de los hogares. Mientras tanto, el crecimiento de las exportaciones se redujo aún más en el cuarto trimestre, en consonancia con las señales de desaceleración de la demanda exterior y con el efecto moderador de la apreciación del euro sobre la competitividad en términos de precios de los exportadores de la zona del euro. Al mismo tiempo, un descenso significativo

Gráfico 37 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

del crecimiento de las importaciones supuso una contribución menos negativa de la demanda exterior neta, en comparación con el tercer trimestre. Otro factor determinante de la baja estimación del crecimiento del PIB fue la contribución negativa de las existencias, tras una acumulación sustancial en el trimestre anterior

En general, la recuperación de la demanda interna proporciona algunos indicios favorables sobre las perspectivas a corto plazo, si bien el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre puede haberse visto afectado transitoriamente por un significativo efecto a la baja, consecuencia de los efectos de calendario estimados.

Recuadro 8

EL «EFECTO ARRASTRE» EN EL CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB REAL EN EL 2005

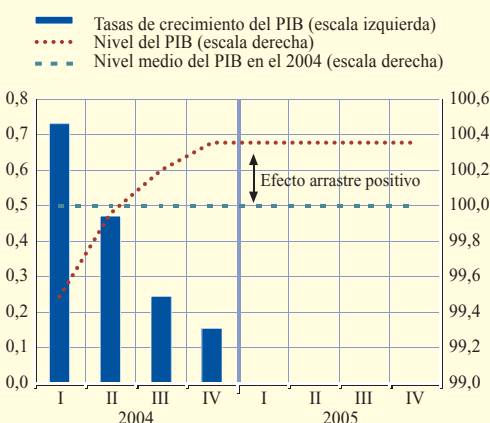
El «efecto arrastre» sobre el crecimiento medio anual del PIB real se refiere al impacto del patrón de crecimiento registrado a lo largo de un año sobre la tasa media de crecimiento anual del año siguiente. Este concepto es útil para examinar las tasas medias de crecimiento anual, porque permite distinguir la dinámica del crecimiento en un año dado del efecto mecánico del crecimiento en el año anterior. También conviene tenerlo en cuenta al interpretar las previsiones y proyecciones del crecimiento medio anual del PIB real. En este recuadro se describe brevemente el concepto de este «efecto arrastre» y se ofrece una estimación del «efecto arrastre» en el crecimiento medio del PIB real en el 2005¹.

Desde un punto de vista conceptual, el «efecto arrastre» hace referencia a la tasa media de crecimiento anual que resultaría si el nivel del PIB alcanzado en el cuarto trimestre de un año dado se mantuviera constante a lo largo del año siguiente. Esto equivale a la diferencia porcentual entre el nivel del PIB en el cuarto trimestre de un año y el nivel medio para el conjunto del año. Por ejemplo, cuando el nivel del PIB en el cuarto trimestre de un año se sitúa por encima del nivel medio para el conjunto de ese mismo año, el «efecto arrastre» sobre el crecimiento medio anual del año siguiente es positivo². En el 2004 se produjo en la zona del euro un «efecto arrastre» positivo (véase gráfico A).

- 1 En el recuadro 6 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2001, titulado «El efecto arrastre en la tasa anual de crecimiento del PIB real», se encuentra una explicación más detallada del concepto «efecto arrastre» sobre las tasas medias de crecimiento anual del PIB real.
- 2 Dado que el PIB real muestra predominantemente una tendencia positiva, el «efecto arrastre» es, en promedio, positivo.

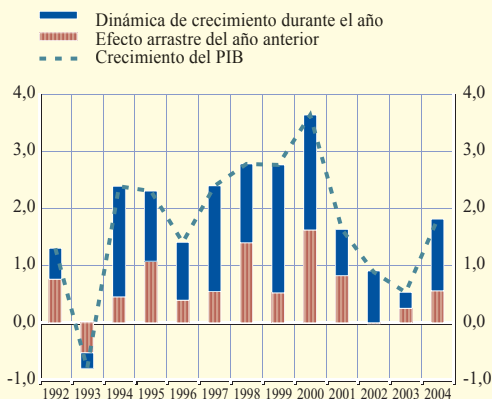
Gráfico A Nivel y evolución del PIB de la zona del euro en el 2004 y «efecto arrastre» en el 2005

(2004 = 100; tasas de crecimiento intertrimestrales, datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento medio anual del PIB real de la zona del euro y descomposición en «efecto arrastre» y en dinámica de crecimiento durante el año



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La dinámica de crecimiento durante el año se calcula como la diferencia entre el crecimiento del PIB y el «efecto arrastre».

Dependiendo del patrón de crecimiento, el «efecto arrastre» puede variar significativamente de un año a otro. Las estimaciones actuales relativas al PIB en el 2004 apuntan a un «efecto arrastre» de 0,4 puntos porcentuales en el 2005, prácticamente en consonancia con el registrado en el 2003 y ligeramente por debajo del efecto medio observado en los años noventa (véase gráfico B)³. El hecho de que el avance sobre el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre presentara una cifra algo inferior a la esperada podría entrañar una revisión a la baja de determinadas previsiones del crecimiento del PIB real para el 2005. Por ejemplo, la encuesta llevada a cabo por el Barómetro de la Zona del Euro a mediados de enero, antes de que se publicara el avance para el cuarto trimestre, indicaba un crecimiento del PIB real de un 0,4% en el cuarto trimestre del 2004, y, por tanto, llevaba a suponer un «efecto arrastre» de 0,6 puntos porcentuales en ese momento. Así pues, el resultado relativamente débil del cuarto trimestre del 2004 conlleva un efecto mecánico a la baja del orden de 0,2 puntos porcentuales en la mayoría de las previsiones sobre el PIB para el 2005.

3 El «efecto arrastre» estimado para el 2005 puede variar, pues las próximas estimaciones de las cuentas anuales podrían afectar el perfil trimestral.

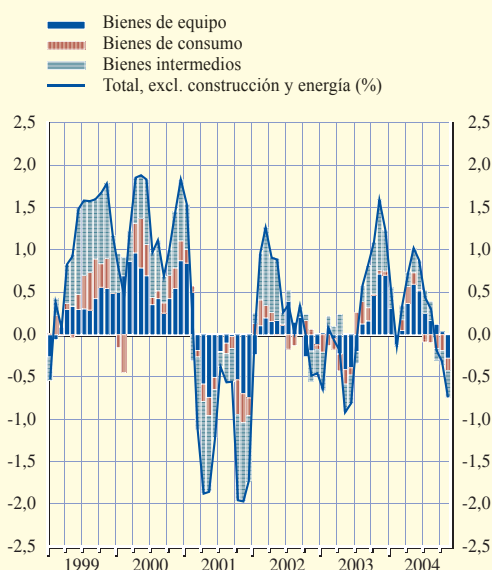
PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) se elevó en diciembre un 0,5% en tasa intermensual, tras haber descendido en los dos meses anteriores. En el conjunto del cuarto trimestre, la producción industrial se redujo un 0,4%. Los rasgos específicos, como una importante caída de las existencias en el sector del automóvil y los efectos de calendario en algunos

países de la zona del euro, junto con el efecto de un crecimiento más lento del comercio mundial y la apreciación del euro, podrían explicar esta desaceleración.

Gráfico 38 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses centradas frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

En cuanto a las ramas de actividad, el descenso de la producción industrial en el cuarto trimestre fue más intenso en los bienes de consumo duradero, aunque también se registró una ligera contracción en los bienes de equipo y en los bienes de consumo no duradero (véase gráfico 38). Por lo que respecta a los bienes de equipo, se produjo una acusada reducción en la producción de vehículos de motor, que, según las encuestas, podría estar relacionada con una caída significativa de las existencias en esta rama de actividad. En el caso de los bienes intermedios, la producción se incrementó ligeramente, aunque este incremento supuso una desaceleración frente al trimestre anterior.

Por otra parte, los datos sobre los nuevos pedidos en las manufacturas mejoraron sustancialmente en diciembre, lo que representa una señal positiva en el corto plazo, ya que los nuevos pedidos tienden a adelantar la evolución de la producción en tor-

no a un mes (véase el recuadro titulado «Nuevos pedidos en las manufacturas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2003). Sin embargo, los nuevos pedidos son manifiestamente más volátiles y su relación con la producción a corto plazo tiende a ser en ocasiones bastante abierta.

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

Los datos de las encuestas relativos a los dos primeros meses del 2005 han sido relativamente dispares, aunque siguen siendo compatibles con la moderación del crecimiento en curso tanto en la industria como en los servicios.

Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza industrial cayó dos puntos en febrero, retrocediendo al nivel observado a comienzos del 2004. A esta caída contribuyeron todos los componentes de la confianza. La valoración de las órdenes de pedidos mostró el mayor descenso, mientras que las expectativas de crecimiento de la producción y la valoración del nivel de existencias se deterioraron ligeramente. El índice de directores de compras proporciona una valoración algo más favorable de la situación de las manufacturas durante el primer trimestre del año (véase gráfico 39). Tras una subida registrada en enero, el índice de directores de compras no experimentó variaciones en febrero, situándose en 51,9, por encima del nivel medio del índice en el cuarto trimestre y en consonancia con la moderación del crecimiento en curso en la industria.

Las encuestas relativas a los servicios empeoraron en febrero del 2005, revertiendo en su mayor parte las mejoras observadas en enero. El índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras de los servicios cayó hasta 53 en febrero. Pese a un significativo deterioro en ese mes, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea se ha mantenido bastante estabilizado en los últimos meses. En general, la situación de los servicios no parece haber cambiado desde el cuarto trimestre del 2004, cuando el valor añadido de los servicios se incrementó un 0,4% en tasa intertrimestral.

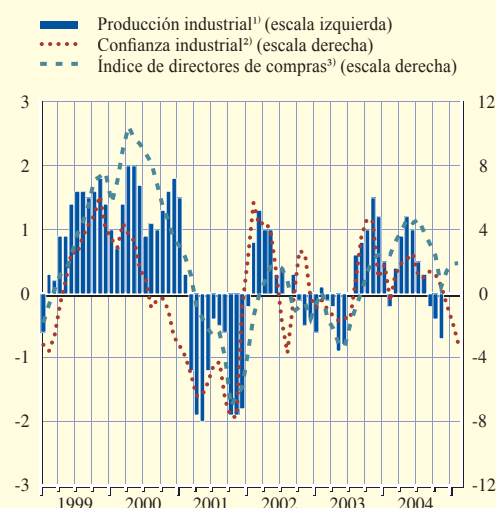
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Si bien los datos de las cuentas nacionales para el cuarto trimestre del 2004 indican una importante recuperación del consumo privado a finales del año pasado, sigue sin ser evidente si ésta se mantendrá a comienzos de este año.

La mejora del gasto en consumo en el cuarto trimestre del 2004 se vio favorecida por una fuerte subida de las matriculaciones de automóviles y una vuelta a un crecimiento positivo de las ventas del comercio al por menor, tras una considerable contracción en los dos trimestres anteriores. No obstante, la contribución de otras partidas de gasto, sobre las que apenas hay información, pa-

Gráfico 39 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

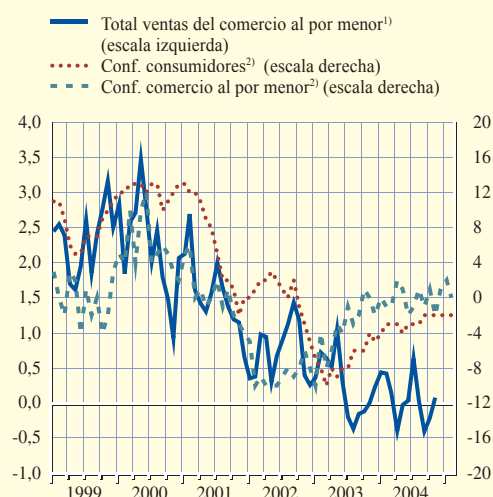
1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestral.

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

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

Gráfico 40 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.
2) Saldo neto; 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.

rece haber mantenido también su solidez. Con respecto a la evolución más reciente, el volumen de las ventas del comercio al por menor aumentó ligeramente en diciembre, pero el impulso subyacente sigue siendo de crecimiento moderado (véase gráfico 40). Además, las matriculaciones de automóviles se redujeron tanto en diciembre como en enero, lo que supone una menor contribución a la evolución del consumo privado en el primer trimestre del 2005.

El indicador de confianza de la Comisión Europea se ha mantenido prácticamente estable en los últimos meses y no registró cambios en febrero, a pesar del deterioro de las expectativas relativas al desempleo. Desde una perspectiva histórica, la confianza de los consumidores se sitúa en un nivel bajo, como consecuencia de una debilidad sostenida de la situación del mercado de trabajo y de la incertidumbre que rodea a la trayectoria futura de las políticas fiscales y a las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de salud y de pensiones.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

Los datos disponibles sugieren una lenta mejora de la situación del mercado de trabajo en el segundo semestre del año pasado, como consecuencia, principalmente, del moderado ritmo de la actividad económica.

DESEMPLEO

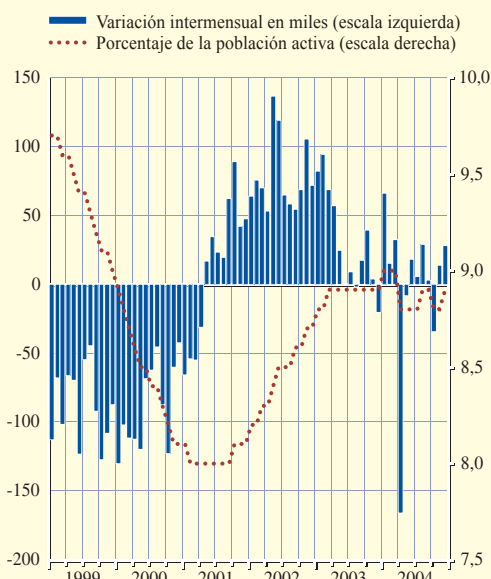
La tasa de paro normalizada de la zona del euro fue del 8,9% en diciembre del 2004, frente al 8,8% de noviembre. El número de desempleados en la zona se elevó de forma más sustancial en diciembre que en meses anteriores, aunque se redujo ligeramente en el conjunto del cuarto trimestre. Una ruptura en los datos de Italia afecta actualmente a la serie de la zona del euro, siendo más visible en abril (véase gráfico 41). No obstante, se espera que este hecho quede corregido cuando se publiquen los datos de enero, que no estaban disponibles cuando se cerró la fecha de recepción de datos para este Boletín Mensual.

EMPLEO

El empleo aumentó un 0,2% en términos intertrimestrales en el tercer trimestre del 2004, una tasa similar a la del trimestre anterior. Sin embargo, las tasas de crecimiento agregado, que apenas experimentaron cambios, ocultan persistentes tendencias divergentes entre los sectores (véase cuadro 8). Más concretamente, el elevado crecimiento del empleo en los servicios durante el tercer trimestre se vio contrarrestado por una contracción en la construcción y en la industria, tras las positivas tasas de crecimiento observadas en el segundo trimestre. Desde una perspectiva a más largo plazo, las cifras de

Gráfico 41 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

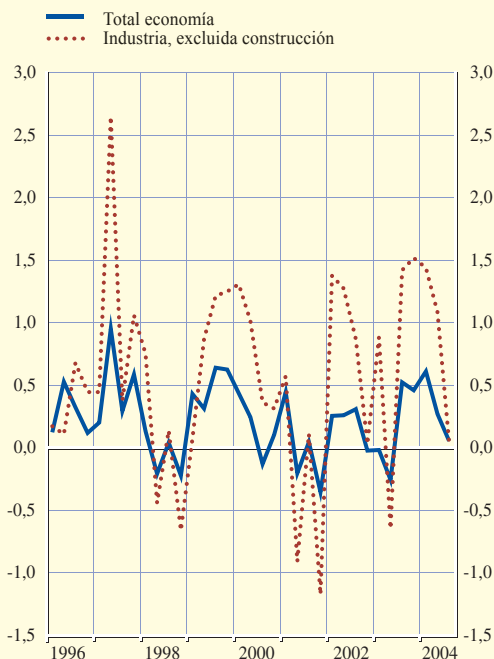


Fuente: Eurostat.

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

Gráfico 42 Productividad del trabajo

(tasas de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

empleo indican que, tras una mejora gradual en el primer semestre del año, la situación se estabilizó en torno a mediados del 2004.

Nuevos aumentos de carácter moderado en el crecimiento del empleo, junto con un ritmo más lento de la actividad económica, se tradujeron en una desaceleración de la productividad del trabajo en el tercer trimestre del 2004 (véase gráfico 42). Aparte de las fluctuaciones a corto plazo, se dispone de evidencia

Cuadro 8 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Recuadro 9

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO

Las ganancias de productividad son un factor clave en el crecimiento económico a largo plazo y en la mejora del nivel de vida. A este respecto, el crecimiento de la productividad en la zona del euro durante los últimos años no ha sido satisfactorio. Por ejemplo, el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro, medido por el PIB real por hora trabajada, se redujo de una media del 2,2% en el período comprendido entre 1990 y 1995 a sólo el 1,3% en el período 1996-2004. En este recuadro se analizan brevemente los factores determinantes de este descenso.

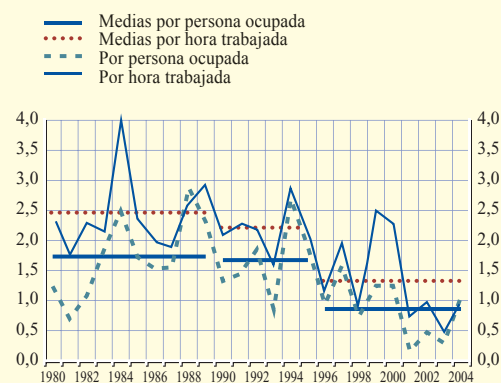
Se consideran dos medidas de la productividad. La primera medida, que además es la más utilizada, es la productividad del trabajo, es decir, el producto real por unidad de factor trabajo. El factor trabajo se suele medir en función del total de horas trabajadas, pero cuando no se dispone de datos de horas trabajadas o su calidad es baja, también puede medirse por el número de personas ocupadas. La segunda medida de la productividad es la productividad total de los factores, que mide la eficiencia agregada de todos los factores. Aunque se supone con frecuencia que el crecimiento de la productividad total de los factores refleja el progreso técnico, en la práctica, éste no es observable. Por ese motivo, se estima como residuo de una función de producción estándar, que incorpora el impacto de una serie de factores distintos, como la mejora de la organización interna de las empresas y cambios en la cualificación de la fuerza de trabajo. Resulta importante reconocer que las dificultades de medición están arraigadas en el análisis de la productividad, sobre todo en lo que se refiere a la medición de la productividad total de los factores¹.

Se observa una disminución en el crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro desde mediados de la década de los noventa, independientemente de si el factor trabajo se mide por hora trabajada o por persona ocupada (véase gráfico A). Sin embargo, debido al descenso tendencial del promedio de horas trabajadas en la zona del euro, el crecimiento medio de la productividad tiende a ser más bajo cuando se mide por persona ocupada.

El marco estándar de contabilización del crecimiento es útil para analizar los determinantes directos de la productividad del trabajo². Dentro de este marco, el crecimiento de la productividad del trabajo por hora trabajada puede descomponerse en dos: intensificación del capital, es decir, el crecimiento de la ratio de capital en relación con las horas totales trabajadas, y el crecimiento de la productividad total de los

Gráfico A Crecimiento de la productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y cálculos del BCE.

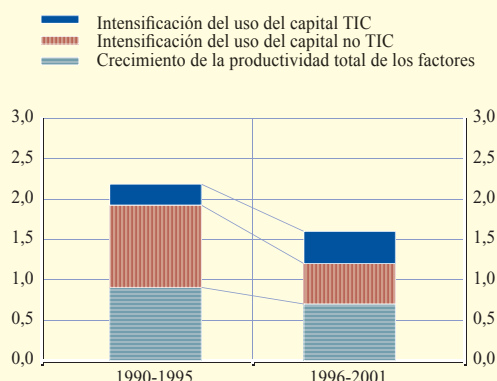
Nota: Medias calculadas durante los períodos 1980-1989, 1990-1995 y 1996-2004 (estimaciones del GGDC para el 2004).

1 Para este análisis se utilizaron datos del Groningen Growth and Development Centre (GGDC), disponibles en <http://www.ggdc.net>. Los datos del GGDC se basan en fuentes de la OCDE, pero también incluyen cálculos adicionales (sobre todo los que explican los ajustes por calidad) para mejorar la comparabilidad internacional. Obsérvese que los períodos que abarcan los gráficos difieren debido a la distinta disponibilidad de los datos.

2 Para información sobre este marco, véase Musso, A. y T. Westermann (2005): «Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective», ECB occasional paper n.º 22.

Gráfico B Descomposición del crecimiento de la productividad por hora trabajada

(contribuciones medias anuales en puntos porcentuales)

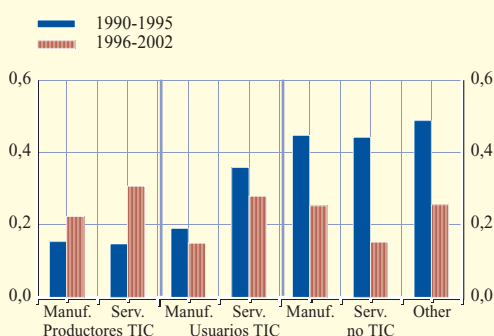


Fuentes: GGDC y cálculos del BCE.

Nota: TIC se refiere a las tecnologías de la información y las comunicaciones.

Gráfico C Contribuciones sectoriales al crecimiento medio de la productividad del trabajo por hora trabajada en 1990-1995 y 1996-2004

(contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: GGDC y cálculos del BCE.

Nota: Los sectores se clasifican como productores de TIC, usuarios de TIC y no TIC, según su proporción de capital TIC en el capital total.

factores. El capital puede, a su vez, descomponerse en capital TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones) y capital no TIC. La desagregación para la zona del euro sugiere que la disminución del crecimiento de la productividad del trabajo desde mediados de los años noventa se debió, principalmente, a una menor intensificación del capital no TIC y, en menor medida, a un descenso del crecimiento de la productividad total de los factores (véase gráfico B). La menor intensificación del capital no TIC puede estar asociada, a su vez, a la mejora del ritmo de creación de empleo desde mediados de la década de los noventa. El mayor crecimiento del empleo puede estar relacionado con la moderación salarial y con el avance de las reformas del mercado de trabajo encaminadas a aumentar la participación en el mercado de trabajo. Así pues, se ha registrado un cambio en el mercado hacia un uso más intensivo del trabajo.

No obstante, la evolución de la productividad en la zona del euro puede reflejar también un uso relativamente reducido de las nuevas tecnologías que favorecen la productividad. En concreto, mientras que el crecimiento de la productividad del trabajo se ha incrementado en sectores productores de TIC, ha disminuido en otros sectores de la economía, incluidos aquellos que usan TIC de forma más intensiva (véase gráfico C)³. Este hecho contrasta con la evidencia procedente de Estados Unidos, donde en algunos sectores que utilizan TIC de manera más intensiva (como el comercio al por mayor y al por menor, y servicios auxiliares de la intermediación financiera) se observaron fuertes aumentos de productividad, relacionados posiblemente con un uso más intensivo de las TIC.

Este análisis sugiere que la caída del crecimiento de la productividad puede deberse, en parte, a un incremento de la utilización del factor trabajo. Como este incremento también hace crecer el PIB real per cápita, dando lugar con ello a una mejora del nivel de vida, se puede considerar como una evolución positiva. Al mismo tiempo, para que aumente el crecimiento de la productividad a largo plazo, las políticas económicas deberían estimular la innovación tecnológica y promover el uso de tecnologías que favorezcan la productividad. Las políticas que contribuyen a intensificar la competencia en los mercados de productos, facilitando la reestructuración y aumentando el capital humano probablemente aceleren las ganancias de productividad derivadas del uso de las nuevas tecnologías.

³ Estos resultados actualizan y confirman los presentados anteriormente en: «Nuevas tecnologías y productividad en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2001.

trimestre del 2004 (véase gráfico 42). Aparte de las fluctuaciones a corto plazo, se dispone de evidencia creciente sobre la tendencia relativamente baja de la productividad del trabajo desde mediados de los años noventa. Aunque el reducido crecimiento de la productividad se debe, principalmente, a los anteriores incrementos de la utilización del factor trabajo, también refleja el escaso empleo de tecnologías que favorecen la productividad (véase el recuadro 9 titulado «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro»).

Las expectativas de creación de empleo se han estabilizado en los últimos meses y continúan mostrando un moderado y sostenido crecimiento del empleo. Con respecto a las manufacturas, las encuestas de la Comisión Europea presentan unas expectativas prácticamente estables, aunque tendiendo a una cierta mejora, en el cuarto trimestre del 2004 y los dos primeros meses del presente año. En el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras se ha observado un deterioro gradual durante el mismo período, que se vio contrarrestado por una mejora significativa en febrero. En los servicios, las encuestas de la Comisión Europea apuntan a unas peores expectativas en los últimos meses, mientras que el índice de empleo de la encuesta a los directores de compras muestra una situación estable desde mediados del 2004.

En resumen, la información disponible sugiere un crecimiento prácticamente constante del empleo a finales del 2004 y comienzos del 2005.

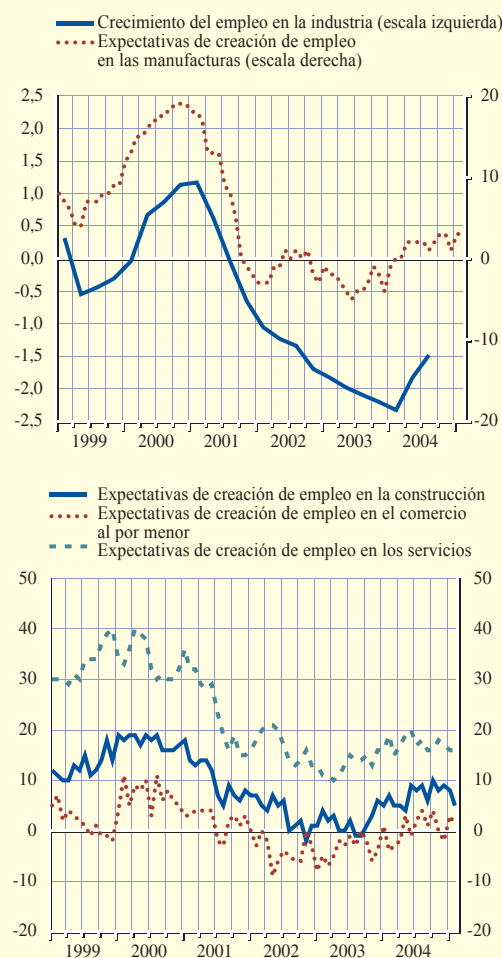
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2004 no fue muy satisfactorio y parece haber sido limitado por la combinación de una corrección de la variación de existencias y una nueva contribución negativa de la demanda exterior neta. Además, el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre podría haberse visto afectado temporalmente por un significativo impacto a la baja derivado de los efectos de calendario estimados. Sin embargo, el fortalecimiento de la demanda interna y, en particular, del consumo podrían apuntar a un ligero impulso de la recuperación de la actividad económica en la zona del euro

La situación económica parece seguir siendo favorable a un crecimiento económico sostenido a lo largo del año, y a una intensificación en el 2006. Esta opinión la comparten organizaciones internacionales y entidades privadas que elaboran precisiones, y las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de marzo del 2005 la confirman (véase el recuadro titulado «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del

Gráfico 43 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

euro»). En la vertiente exterior, se espera que el crecimiento del comercio mundial mantenga su dinámica, respaldando con ello el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, pese a la reciente apreciación del euro. En el ámbito interno, las favorables condiciones de financiación y el fuerte crecimiento de los beneficios favorecen la inversión, mientras que se espera que el consumo evolucione, en general, en consonancia con el fortalecimiento gradual del crecimiento de la renta real disponible.

Este escenario contiene, sin embargo, numerosos riesgos. En la vertiente exterior, los elevados y volátiles precios del petróleo y los persistentes desequilibrios mundiales suponen riesgos a la baja para el crecimiento. En el ámbito interno, existen incertidumbres relativas a la evolución del consumo, mientras que las favorables condiciones de financiación y la recuperación de los beneficios empresariales pueden traducirse en un crecimiento de la inversión mayor del previsto.

Recuadro 10

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 18 de febrero de 2005, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹.

Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE 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, y se basa en los niveles registrados en las dos semanas previas al 8 de febrero. 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 mercados hasta el 8 de febrero², mientras que los relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro. Estos últimos incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos o que han sido concretadas y probablemente 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 el valor absoluto medio de estas diferencias.

Supuestos relativos al entorno internacional

El crecimiento de la economía mundial previsto seguirá siendo sólido durante el horizonte temporal proyectado, si bien su ritmo será más pausado que en el 2004. El crecimiento del PIB real en Estados

1 Las proyecciones de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Los procedimientos y técnicas utilizados son coherentes con los de las proyecciones del Eurosistema, descritos en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises» (BCE, junio del 2001).

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 el 2,14% durante el horizonte abarcado por las proyecciones. El supuesto técnico de tipos de cambio constantes implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense continuará en 1,30 durante el horizonte temporal contemplado, y que el tipo de cambio efectivo del euro será un 1,8% superior a la media del 2004. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años muestran un ligero ascenso, desde el 3,7% registrado en promedio en el 2005, hasta un porcentaje ligeramente inferior al 4% en el 2006. Se considera que los precios medios anuales de las materias primas no energéticas se incrementarán en un 3,3% en dólares estadounidenses en el 2005 y en un 1,5% en el 2006. Sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros, se considera que los precios medios anuales del petróleo se situarán en 44,7 dólares por barril en el 2005 y disminuirán gradualmente hasta 42,2 en el 2006.

Unidos debería mantenerse asimismo sólido, aunque será inferior al registrado en el 2004. Se espera que el crecimiento del PIB en Asia, excluido Japón, permanezca en unos niveles muy superiores a la media mundial, aunque también será inferior al de los últimos años. En el resto de las grandes economías, el ritmo del crecimiento continuaría siendo dinámico. Por otro lado, se estima que los países que se adhirieron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004 seguirán registrando unas fuertes tasas de crecimiento sin precedentes. Se proyecta que la inflación mundial se eleve ligeramente y que la expansión global continúe durante el horizonte contemplado.

Se estima que el crecimiento interanual del PIB real fuera de la zona del euro se situará, en promedio, en torno al 4,7% en el 2005 y al 4,6% en el 2006. El crecimiento de los mercados de exportación exteriores de la zona del euro se situará alrededor del 8% en el 2005 y del 7,4% 2006.

Proyecciones sobre el crecimiento del PIB real

La estimación preliminar de Eurostat relativa al crecimiento intertrimestral del PIB real correspondiente al último trimestre del 2004³ confirma la desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre del año. No obstante, existen razones para suponer que esta desaceleración será transitoria. En este contexto, las proyecciones indican que la tasa media de crecimiento interanual del PIB se situará entre el 1,2% y el 2% en el 2005, y entre el 1,6% y el 2,6% en el 2006. Se espera que el crecimiento de las exportaciones, implícito en el supuesto de continuación del dinamismo de la demanda externa, continúe favoreciendo la actividad económica a lo largo del horizonte proyectado. Tanto la demanda interna como el empleo deberían fortalecerse de forma gradual. Al mismo tiempo, se estima que la oferta de trabajo aumentará como resultado de la mejora de las perspectivas de empleo y de las reformas estructurales de los mercados de trabajo en varios países de la zona del euro. En conjunto, de acuerdo con las proyecciones, la tasa de desempleo comenzará a reducirse este año.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales¹⁾)

	2004	2005	2006
IAPC	2,1	1,6-2,2	1,0-2,2
PIB real	1,8	1,2-2,0	1,6-2,6
Consumo privado	1,1	1,2-1,8	1,2-2,6
Consumo público	1,5	0,7-1,7	0,6-1,6
Formación bruta de capital fijo	1,7	1,6-4,2	2,1-5,3
Exportaciones (bienes y servicios)	6,1	4,0-7,0	4,9-8,1
Importaciones (bienes y servicios)	6,5	4,7-8,1	4,9-8,3

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 se basan en datos corregidos por el número de días laborables.

Por lo que se refiere a los componentes de la demanda interna del PIB, se proyecta que el consumo privado se recupere en consonancia con la evolución de la renta real disponible. El crecimiento de la renta real disponible se sustentará en el mayor crecimiento del empleo, el descenso de la tasa de inflación y la contribución positiva de otros componentes de la renta, como los beneficios distribuidos. Sin embargo, se considera que la tasa de ahorro seguirá siendo elevada debido, entre otros factores,

a la inquietud relacionada con la evolución de las finanzas públicas y con las perspectivas a largo plazo de los sistemas públicos de atención sanitaria y de pensiones. Se proyecta una recuperación de la inversión total atribuible, principalmente, a la evolución de la inversión empresarial, que debería beneficiarse de las favorables condiciones de concesión del crédito y de la solidez de los beneficios empresariales. El crecimiento de la inversión en vivienda esperado proseguirá a un ritmo moderado durante el período que abarcan las proyecciones. Dado que la demanda interna estimulará el crecimiento de las importaciones, no se espera que la demanda exterior neta contribuya al crecimiento del PIB real en el horizonte contemplado.

Proyecciones sobre precios y costes

Las proyecciones apuntan que la tasa media de variación del IAPC se situará entre el 1,6% y el 2,2% en el 2005, y entre el 1% y el 2,2% en el 2006. Esta proyección se basa en unos supuestos de precios del petróleo más reducidos y de una contribución de los impuestos indirectos y de los precios administrados menor tanto en el 2005 y en 2006, en comparación con el 2004.

Se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado en términos nominales continúe siendo moderado durante el período considerado. Esta proyección no sólo tiene en cuenta los acuerdos salariales en vigor y la mejora, si bien moderada, de las condiciones de los mercados de trabajo prevista, sino también la consideración de que los efectos secundarios del aumento de los precios del petróleo sobre la remuneración nominal no serán significativos. Las proyecciones referidas al crecimiento del PIB real y al empleo señalan que el crecimiento de la productividad del trabajo se recuperará lentamente. Como consecuencia de la evolución de los salarios y de la productividad, se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantenga relativamente contenido tanto en el 2005 como en el 2006.

Comparación con las proyecciones de diciembre del 2004

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el *Boletín Mensual* de diciembre del 2004, el intervalo proyectado para el crecimiento del PIB real de la zona del euro se ha ajustado ligeramente a la baja, tanto para el 2005 como para el 2006. La revisión de los supuestos técnicos respecto de las proyecciones de diciembre es reducida e incide de forma limitada. La corrección a la baja para el 2005 refleja, principalmente, el efecto arrastre de la debilidad, superior a la esperada, que se observó en el último trimestre del 2004.

El intervalo proyectado para la tasa de variación interanual del IAPC en el 2005 se sitúa dentro de los valores del intervalo de las proyecciones de diciembre del 2004. El intervalo proyectado para el IAPC se mantiene sin cambios para el 2006.

Cuadro B Comparación con las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	2004	2005	2006
IAPC - marzo 2005	2,1	1,6-2,2	1,0-2,2
IAPC - diciembre 2004	2,1-2,3	1,5-2,5	1,0-2,2
PIB real - marzo 2005	1,8	1,2-2,0	1,6-2,6
PIB real - diciembre 2004	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Si bien la evolución de las finanzas públicas en el 2004 no fue satisfactoria, los programas de estabilidad actualizados prevén avances moderados en el saneamiento presupuestario en el 2005 y años sucesivos, con un objetivo de reducción del déficit medio de la zona del euro desde cerca del 3% del PIB en el 2004 al 1,3% en el 2007. La ratio de deuda de la zona del euro volverá a situarse en una senda descendente, aunque a un ritmo muy lento. Las mejoras previstas se basan, en gran medida, en la contención del gasto, que compensará con creces los nuevos recortes impositivos. Se espera que en todos los países de la zona del euro, salvo en uno, el déficit descienda por debajo del 3% del PIB en el 2005. Varios países que presentan desequilibrios significativos o moderados contemplan estrategias de saneamiento poco ambiciosas, por lo que la mayoría de ellos no alcanzarán una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit en el horizonte temporal del programa. Por otra parte, existen riesgos derivados de supuestos de crecimiento optimistas, de la falta de medidas concretas de política fiscal y de retrasos en los planes de ajuste. Se observa también la ausencia de sistemas de seguridad social sostenibles y de reformas estructurales globales destinadas a alcanzar estructuras y niveles impositivos y de gasto más favorables al crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2004

Con arreglo a los datos incluidos en los programas de estabilidad actualizados presentados por los países miembros de la zona del euro a finales del 2004, la evolución de las finanzas públicas en ese año fue decepcionante. La ratio de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en el 2,8 % del PIB en el 2004 (véase cuadro 9). Este resultado confirma, en líneas generales, las previsiones de otoño de la Comisión Europea para el año 2004 referidas a la zona del euro (véase el cuadro 11 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2004). Se espera que el déficit presupuestario de la zona del euro se sitúe en torno a 0,5 puntos porcentuales del PIB por encima del objetivo de déficit contemplado, como promedio, en las revisiones anteriores de los programas de estabilidad.

La evolución observada en el conjunto de la zona del euro refleja la persistencia de desequilibrios presupuestarios en varios países miembros. La mitad de los países de la zona registrarán, probablemente, desviaciones relativamente importantes, superiores a 0,5 puntos porcentuales del PIB, respecto a sus objetivos presupuestarios iniciales. En tres países, las ratios de deuda han superado el límite de déficit del 3% y otros tres prevén alcanzar déficit iguales o muy próximos a este nivel.

La evolución desfavorable de las finanzas públicas del conjunto de la zona del euro registrada en el 2004, en comparación con la observada en el 2003, se debió, principalmente, al hecho de que la moderada restricción presupuestaria contemplada en los planes iniciales de los países miembros no se materializó. Aunque el crecimiento se mantuvo, en general, en línea con las previsiones anteriores, la evolución de los ingresos se vio afectada negativamente por la debilidad del consumo privado. Sin embargo, los insuficientes progresos en materia de saneamiento presupuestario se deben, en gran parte, a los recortes impositivos y a la eliminación gradual de las medidas transitorias de ajuste, que no se vieron completamente compensados por otras medidas de saneamiento. No obstante, las cifras de los programas de estabilidad relativas al año 2004 apuntan a algunos avances en la contención del gasto por primera vez en varios años.

Según los últimos programas de estabilidad actualizados, la ratio media de deuda de la zona del euro se elevó ligeramente en el 2004, hasta el 71,1% del PIB, en vez de disminuir, tal y como estaba previsto. Siete países registraron ratios de deuda superiores al 60% del PIB, alcanzando tres de ellos un nivel cercano o superior al 100%.

PLANES PRESUPUESTARIOS PARA EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE LOS AÑOS 2005 Y 2007-2008

En promedio, los programas de estabilidad actualizados prevén una mejora constante, aunque moderada, de los saldos presupuestarios de la zona del euro en el 2005 y años sucesivos. Esta mejora se sustentará en el fortalecimiento de la actividad económica y en nuevas medidas de saneamiento presupuestario. En el 2005, se espera que la ratio de déficit de la zona del euro disminuya alrededor de 0,5

Cuadro 9 Programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro

	Tasa de crecimiento del PIB real (%)					Ratio de saldo presupuestario (% del PIB)					Ratio de deuda (% del PIB)				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
Bélgica															
Programa actualizado (Nov 2003)	1,8	2,8	2,5	2,1		0,0	0,0	0,0	0,3		97,6	93,6	90,1	87,0	
Programa actualizado (Dic 2004)	2,4	2,5	2,5	2,1	2,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	96,6	95,5	91,7	88,0	84,2
Alemania															
Programa actualizado (Ene 2004) ¹⁾	1,7	2¼	2¼	2¼		-3¼	-2½	-2	-1½		65	65½	65½	65	
Programa actualizado (Dic 2004)	1,8	1,7	1¾	2	2	-3¼	-2,9	-2½	-2	-1½	65½	66	66	65½	65
Grecia															
Programa actualizado (Dic 2003)	4,2	4,0	3,8			-1,2	-0,5	0,0			98,5	94,6	90,5		
Programa actualizado (Dic 2004)	3,7	3,9	4,0	4,2		-5,3	-2,8 ²⁾	-2,6	-2,5		112,1	109,5	106	102,5	
España															
Programa actualizado (Ene 2004)	3,0	3,0	3,0	3,0		0,0	0,1	0,2	0,3		49,6	47,7	45,7	43,8	
Programa actualizado (Dic 2004)	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0	-0,8	0,1	0,2	0,4	0,4	49,1	46,7	44,3	42,0	40,0
Francia															
Programa actualizado (Dic 2003)	1,7	2,5	2,5	2,5		-3,6	-2,9	-2,2	-1,5		62,8	63,2	62,8	61,8	
Programa actualizado (Dic 2004)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	-3,6	-2,9	-2,2	-1,6	-0,9	64,8	65,0	64,6	63,6	62,0
Irlanda															
Programa actualizado (Dic 2003)	3,3	4,7	5,2			-1,1	-1,4	-1,1			33,3	33,5	33,3		
Programa actualizado (Dic 2004)	5,3	5,1	5,2	5,4		0,9	-0,8	-0,6	-0,6		30,5	30,1	30,1	30,0	
Italia															
Programa actualizado (Nov 2003)	1,9	2,2	2,5	2,6		-2,2	-1,5	-0,7	0,0		105,0	103,0	100,9	98,6	
Programa actualizado (Nov 2004)	1,2	2,1	2,2	2,3	2,3	-2,9	-2,7	-2,0	-1,4	-0,9	106,0	104,1	101,9	99,2	98,0
Luxemburgo															
Programa actualizado (Nov 2003)	2,0	3,0	3,8			-1,8	-2,3	-1,5			5,2	5,0	4,4		
Programa actualizado (Nov 2004)	4,4	3,8	3,3	4,3		-1,4	-1,0	-0,9	-1,0		5,0	5,0	4,6	4,5	
Países Bajos															
Programa actualizado (Oct 2003)	1	2½	2½	2½		-2,3	-1,6	-0,9	-0,6		54,5	53,7	53,0	52,2	
Programa actualizado (Nov 2004)	1¼	1½	2½	2½		-3,0	-2,6	-2,1	-1,9		56,3	58,1	58,6	58,3	
Austria															
Programa actualizado (Nov 2003)	1,9	2,5	2,5	2,4		-0,7	-1,5	-1,1	-0,4		65,8	64,1	62,3	59,9	
Programa actualizado (Nov 2004)	1,9	2,5	2,5	2,2	2,4	-1,3	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	64,2	63,6	63,1	61,6	59,1
Portugal															
Programa actualizado (Dic 2003)	1,0	2,5	2,8	3,0		-2,8	-2,2	-1,6	-1,1		60,0	59,7	58,6	57,0	
Programa actualizado (Dic 2004)	1,0	2,4	2,7	2,8		-2,9	-2,8	-2,5	-1,8		62,0	63,1	62,7	61,4	
Finlandia															
Programa actualizado (Nov 2003)	2,7	2,5	2,4	2,4		1,7	2,1	2,1	2,2		44,7	44,9	45,0	44,6	
Programa actualizado (Nov 2004)	3,2	2,8	2,4	2,2	2,0	2,0	1,8	2,1	2,2	2,0	44,6	43,4	42,5	41,7	41,1
Zona del euro³⁾															
Programas actualizados 2003-2004	1,9	2,5	2,6	2,5		-2,4	-1,8	-1,3	-0,8		70,1	69,5	68,5	67,6	
Programas actualizados 2004-2005	2,0	2,3	2,4	2,4	2,3	-2,8	-2,2	-1,8	-1,3	-0,8	71,1	70,7	69,7	68,3	68,1

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados para los años 2003-2004 y 2004-2005, y cálculos del BCE.

1) El programa de estabilidad actualizado se presentó en diciembre del 2003 y se actualizó de nuevo en enero del 2004.

2) El 17 de febrero de 2005, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión en la que, de conformidad con el apartado 9 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, se solicitaba a Grecia que informara sobre sus planes de saneamiento encaminados a reducir el déficit, hasta situarlo por debajo del 3%, a más tardar, en el 2006, en lugar del 2005.

3) Las cifras agregadas de la zona del euro se calculan como la media ponderada de los datos disponibles para los distintos países.

puntos porcentuales, hasta situarse el 2,2 % del PIB, al tiempo que se prevé un ligero descenso de la deuda pública de la zona, hasta el 70,7 % del PIB.

Los planes presupuestarios supondrán una orientación moderadamente restrictiva de la política fiscal en el conjunto de la zona del euro en el 2005, mientras que el ciclo económico tendrá un efecto levemente favorable sobre la evolución de los saldos presupuestarios. La reducción del déficit prevista varía considerablemente entre los distintos países y será de mayor magnitud en los que registran actualmente déficit excesivos o elevados desequilibrios.

El saneamiento presupuestario previsto se basa, en gran medida, en la contención del gasto primario, a través del ajuste del consumo público y de la reforma de la seguridad social. En algunos países, los ajustes estructurales previstos son más significativos de lo que dan a entender las cifras del programa, ya que compensan, en parte, el efecto de las medidas transitorias que se eliminarán. Algunos países llevarán también a cabo nuevos recortes impositivos, que serían, en la mayor parte de los casos, totalmente financiados por una reducción del gasto.

Pese a las mejoras previstas, en el 2005 seguirán registrándose desequilibrios presupuestarios significativos en los diversos países y en la zona del euro. De los países actualmente sujetos al procedimiento de déficit excesivo, Alemania, Francia y los Países Bajos han confirmado su compromiso de reducir su déficit presupuestario, hasta situarlo por debajo del 3% del PIB en el 2005. La actualización del programa de estabilidad inicial de Grecia también contemplaba una reducción del déficit, hasta alcanzar un nivel inferior al 3% en el 2005. Sin embargo, tras la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN, Grecia deberá presentar, antes del 21 de marzo de 2005, un informe en el que se describirán los planes de saneamiento previstos para situar el déficit por debajo del 3%, a más tardar, en el 2006. Por lo que se refiere a los países que presentan elevados desequilibrios, pero que no se encuentran en una situación de déficit excesivo, Italia y Portugal han establecido objetivos de ratio de déficit que son indicativos de un escaso ajuste presupuestario y que se mantienen en un nivel muy próximo al 3% del PIB.

En comparación con las previsiones de otoño de la Comisión Europea para el 2005 relativas a la zona del euro, las previsiones de déficit incluidas en los programas de estabilidad son más optimistas, reflejo, en gran parte, de las medidas adicionales adoptadas para el 2005 en algunos países de la zona desde la publicación de las citadas previsiones de otoño de la Comisión. En algunos países, una evolución macroeconómica más favorable de lo previsto registrada en el otoño pasado contribuirá también ligeramente a la mejora de los saldos presupuestarios.

Después del 2005, los programas prevén modestos avances adicionales en el saneamiento presupuestario en un entorno económico favorable. Se espera que se mantenga la orientación restrictiva de la política fiscal, especialmente en los países con desequilibrios presupuestarios, a través de la contención del gasto. Una actividad económica que se sitúe en un nivel igual o superior al crecimiento potencial ayudará también a reducir los déficit. Se prevé un descenso medio anual de 0,5 puntos porcentuales del PIB de la ratio de déficit de la zona del euro durante el horizonte temporal contemplado en los programas de estabilidad. Aún así, pese a observarse varios años de crecimiento favorable, la zona del euro seguirá registrando un déficit medio superior al 1% en el 2007, dado que se espera que en algunos de los países miembros de mayor tamaño de la zona se mantengan déficit considerables en el horizonte de la previsión.

En conjunto, los programas de estabilidad actualizados contemplan un objetivo de déficit a medio plazo menos ambicioso, en comparación con la ronda anterior de programas. Sin embargo, las desviaciones se explican totalmente por los déficit excesivos observados en el 2004. En años sucesivos, no se esperan grandes cambios en las medidas de saneamiento.

EVALUACIÓN DE LOS PLANES A MEDIO PLAZO

Los programas de estabilidad requieren una evaluación del cumplimiento de los requisitos del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El objetivo más importante consiste en evitar, o en corregir oportunamente, los déficit excesivos. Asimismo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento exige que los países alcancen situaciones presupuestarias a medio plazo próximas al equilibrio o con superávit, a fin de potenciar la sostenibilidad de las finanzas públicas y obtener un margen de seguridad suficiente para el funcionamiento sin riesgos de los estabilizadores fiscales automáticos. Según lo acordado por el Eurogrupo en octubre del 2002, para alcanzar el objetivo

Cuadro 10 Dictámenes del Consejo sobre los programas de estabilidad actualizados de los países de la zona del euro (2005 a 2007-2008¹)

	Déficit superior al 3% del PIB	Proximidad al equilibrio	Escenario macroeconómico	Cumplimiento de las Orientaciones generales de política económica para cada país	Riesgo de déficit superior al 3% en el 2005 o posteriormente	Riesgo presupuestario a largo plazo
Bélgica (2005-2008)	No	Sí, todos los años	Refleja supuestos de crecimiento plausibles	Coherente en general	No, en caso de fluctuaciones cíclicas normales	Dado el nivel actual de la deuda bruta, parece existir cierto riesgo
Alemania (2005-2008)	El objetivo es su corrección en el 2005	No hasta el 2008	La previsión de crecimiento para el 2005 parece bastante favorable; posteriormente, el escenario parece plausible	Coherente en parte. El ajuste programado en el 2007-2008 es inferior a 0,5 puntos porcentuales del PIB y está sujeto a riesgos	La orientación presupuestaria no parece ofrecer un margen de seguridad suficiente con fluctuaciones macroeconómicas normales antes del 2008	Parece existir cierto riesgo. La sostenibilidad a largo plazo depende de forma crucial de la realización en el medio plazo del saneamiento presupuestario programado y de la reducción del nivel de deuda
España (2005-2008)	No	Sí, todos los años	Relativamente optimista	Coherente en parte. Todavía debe llevarse a cabo la reforma recomendada del sistema público de pensiones	No, con fluctuaciones macroeconómicas normales	Situación relativamente favorable, aunque son todavía necesarias medidas complementarias, especialmente la reforma de las pensiones
Francia (2005-2008)	El objetivo es su corrección en el 2005	No hasta el 2008	Parece reflejar supuestos de crecimiento plausibles	Coherente en parte. No se ha conseguido plenamente una situación próxima al equilibrio en el período contemplado en el programa	La orientación presupuestaria no parece ofrecer un margen de seguridad suficiente con fluctuaciones macroeconómicas normales antes del 2007	Parece existir cierto riesgo. Se necesitarán medidas de saneamiento presupuestario y reformas adicionales en los próximos años
Irlanda (2005-2007)	No	Sí, todos los años	Parece reflejar supuestos de crecimiento plausibles	Coherente en general	No, con fluctuaciones macroeconómicas normales	Parece existir una situación relativamente favorable
Italia (2005-2008)	No	No hasta el 2008	Parece reflejar supuestos de crecimiento ligeramente favorables	Coherente en parte. El programa no contempla una situación próxima al equilibrio o con superávit	En el 2005 y 2006, la orientación presupuestaria no parece ofrecer un margen de seguridad suficiente con fluctuaciones macroeconómicas normales	Parece existir cierto riesgo. Siempre que se cumplan íntegramente los objetivos presupuestarios y se lleve a cabo la reforma de las pensiones, podría alcanzarse una situación relativamente favorable
Luxemburgo (2005-2007)	No	Sí, todos los años	Parece reflejar supuestos de crecimiento plausibles		La orientación presupuestaria parece ofrecer un margen de seguridad suficiente con fluctuaciones cíclicas normales	Parece existir una situación favorable

	Déficit superior al 3% del PIB	Proximidad al equilibrio	Escenario macroeconómico	Cumplimiento de las Ordenaciones generales de política económica para cada país	Riesgo de déficit superior al 3% del PIB en el 2005 o posteriormente	Riesgo presupuestario a largo plazo
Países Bajos (2005-2007)	No	No, hasta el 2007	Plausible en general	Coherente en parte. Ningún avance hacia una situación próxima al equilibrio después del 2005	En el 2006-2007 la orientación presupuestaria no parece ofrecer un margen de seguridad suficiente con fluctuaciones macroeconómicas normales	Situación relativamente favorable en lo que respecta a la sostenibilidad a largo plazo
Austria (2005-2008)	No	No, salvo para el 2008	Realista, pero parece bastante favorable en el 2007-2008	Coherente en parte. La situación ajustada de ciclo se deteriora fuertemente en el 2005	No, con fluctuaciones macroeconómicas normales	Parece existir una situación relativamente favorable
Finlandia (2005-2008)	No	Sí, todos los años	Parece reflejar supuestos de crecimiento bastante prudentes	Coherente en general	No, con fluctuaciones macroeconómicas normales	Parece existir una situación favorable en lo que respecta a la sostenibilidad a largo plazo
1) Dictámenes emitidos por el Consejo ECOFIN el 18 de enero, 17 de febrero y 8 de marzo de 2005 sobre los programas presentados por los países a finales del 2004.						

de una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit en un período de tiempo adecuado, es necesario lograr un saneamiento mínimo anual del 0,5% del PIB. Los supuestos macroeconómicos en que se fundamentan los planes presupuestarios han de ser realistas y las medidas que se apliquen deben especificarse claramente. Por lo que respecta a la naturaleza del ajuste, las Orientaciones generales de política económica para el período 2003-2005 y sus actualizaciones del 2004 exigen la realización de progresos en las reformas estructurales en pos de unas finanzas públicas más sostenibles y favorables al crecimiento. Estos compromisos institucionales y las orientaciones para las políticas fiscales tienen por objeto salvaguardar la confianza en la solidez de las finanzas públicas y, por ende, la estabilidad macroeconómica.

En relación con estos marcos de referencia, la última ronda de programas de estabilidad actualizados ha supuesto algún avance, si bien siguen existiendo motivos de preocupación. Se espera que el déficit medio de la zona del euro descienda de forma constante. Sin embargo, el ritmo de saneamiento presupuestario es demasiado lento, por lo que, pese a tres años de crecimiento igual o superior al crecimiento potencial, la zona del euro en su conjunto seguirá registrando un notable déficit al final del horizonte temporal contemplado. Asimismo, se espera que la ratio media de deuda sólo disminuya muy ligeramente y que se mantenga cercana al 70% del PIB. El riesgo estriba pues en que los países miembros no aprovechen la favorable situación económica esperada, en medida suficiente para poner en orden su «casa fiscal», repitiéndose así los errores de la anterior fase de expansión económica.

Las cifras de la zona del euro también ocultan una evolución de las finanzas públicas muy distinta en los diferentes países miembros (véase en el cuadro 10 una panorámica de los dictámenes del Consejo ECOFIN sobre los programas de estabilidad actualizados). En el lado positivo, todos los países, salvo uno, esperan corregir sus déficit excesivos en el 2005. Un reducido número de países tienen previsto mantener o alcanzar en el medio plazo situaciones presupuestarias saneadas. Sin embargo, al menos la mitad de los países de la zona del euro no habrán alcanzado situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit en el período contemplado en los programas. En algunos casos, la realización

de los planes presupuestarios se basa en un escenario macroeconómico algo optimista. Por otro lado, en los países miembros que presentan desequilibrios presupuestarios la consecución de los objetivos a medio plazo no sólo dependerá del entorno macroeconómico, sino que requerirá también la especificación detallada de las medidas de saneamiento y su aplicación en tiempo oportuno.

En lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas y a las perspectivas de un entorno económico favorable, subsisten retos significativos. Se mantiene en la mayor parte de la zona del euro un elevado nivel de ratios de ingresos y gastos, así como de deuda y de pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población. Aunque varios países miembros tienen previsto adoptar nuevas medidas para reformar sus sistemas de seguridad social, estas reformas no son siempre lo suficientemente ambiciosas, específicas o globales. Por lo tanto, será necesario realizar muchos más progresos para fomentar el crecimiento potencial de la zona del euro y prepararse para las implicaciones fiscales de los cambios demográficos, de acuerdo con los objetivos de la Agenda de Lisboa y con las Orientaciones generales de política económica.

ESTRATEGIAS Y PRINCIPALES RIESGOS POR PAÍSES

Si se consideran los cuatro países que registraron déficit excesivos en el 2004, sus programas de estabilidad actualizados presentan un panorama contradictorio. Alemania y Francia tienen previsto reducir sus déficit, hasta situarlos en el 3% del PIB o ligeramente por debajo de este valor de referencia, con lo que cumplirían sencillamente sus compromisos. Los Países Bajos esperan registrar un déficit levemente inferior al 3% del PIB. Son previsiones satisfactorias, aunque, en los dos primeros casos, si bien unas importantes medidas transitorias podrían ayudar a alcanzar estos objetivos, la situación presupuestaria seguirá siendo muy vulnerable. A medio plazo, los tres países contemplan avances demasiado lentos hacia situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, que no alcanzarán antes del 2007.

En el caso de Grecia, el Consejo ECOFIN, de conformidad con el apartado 8 del artículo 104 del Tratado, ha determinado que no se han tomado medidas efectivas para corregir el déficit excesivo del país en el 2005, con lo que se ha incumplido la Recomendación del Consejo formulada con arreglo al apartado 7 del artículo 104. Posteriormente, el Consejo ha adoptado, a tenor del apartado 9 del artículo 104, una Decisión en la que formula advertencias a Grecia, con objeto de que tome medidas para poner fin a la situación de déficit excesivo, aunque ha ampliado el plazo para corregir el déficit excesivo desde el 2005 al 2006.

Es importante y satisfactorio que el procedimiento de déficit excesivo aplicado a Grecia haya pasado a la fase siguiente. Ello significa que la Comisión y el Consejo están dispuestos a proseguir con las fases del procedimiento más allá de los límites establecidos anteriormente. Sin embargo, la ampliación del plazo para corregir el déficit excesivo constituye un motivo de preocupación, ya que establece un objetivo presupuestario menos ambicioso que el que Grecia tenía ya previsto para el 2005 y lleva al límite la interpretación de las normas y procedimientos. Ello podría tener implicaciones negativas para la credibilidad del marco fiscal, dado también que la ampliación del plazo sigue a elevados problemas de transparencia, significativas revisiones de datos y políticas demasiado expansivas en el 2004. No se debe permitir que una medida de este tipo pueda dar origen a un riesgo moral. Los países no deberían tener la sensación de que los desequilibrios sólo deben ser lo suficientemente graves para poder obtener un plazo más generoso para corregir los déficit excesivos. Ello iría en contra del objetivo del Pacto de disuadir a los países de incurrir en déficit excesivos y, si se producen, de requerir su pronta corrección. Por otra parte, conceder más tiempo para corregir un déficit excesivo puede ser contraproducente, si implica que se retrasen reformas sustanciales y que la inquietud respecto a la solidez de las finanzas públicas menoscabe la confianza.

Para los países con déficit excesivos, es necesario ahora el estricto cumplimiento de sus compromisos. Los beneficios extraordinarios procedentes de un crecimiento mayor de lo previsto o de otros factores deberían utilizarse para reducir más rápidamente el déficit. Todos los países miembros deberían alcanzar también una situación presupuestaria próxima al equilibrio o con superávit al final del horizonte contemplado en los programas. Los planes presupuestarios han de basarse en escenarios macroeconómicos realistas y suficientemente ambiciosos, así como en medidas de saneamiento especificadas con detalle, para minimizar el riesgo de déficit nuevos o persistentemente elevados. Un saneamiento presupuestario ambicioso no tiene necesariamente una incidencia negativa sobre la actividad económica, si forma parte de una estrategia global de reformas. Esta estrategia debería no sólo estar dirigida a reducir los déficit elevados, sino también a evitar sistemas fiscales que provoquen fuertes distorsiones en los sistemas impositivos, niveles y patrones de gasto ineficientes y abultados pasivos implícitos en el futuro, al producirse el envejecimiento de la población.

Otros países están experimentando fuertes desequilibrios presupuestarios, especialmente Italia y Portugal. Estos países tienen previsto eliminar gradualmente las medidas transitorias, pero el saneamiento presupuestario contemplado es insuficiente, al menos en algunos años, por lo que el riesgo de incurrir en un déficit excesivo seguirá siendo alto en el corto plazo. No se alcanzarán situaciones presupuestarias próximas al equilibrio hasta el final del horizonte temporal del programa, si es que se consigue este objetivo. El cumplimiento de los objetivos presupuestarios está sujeto a riesgos, derivados, en su mayor parte, de supuestos de crecimiento optimistas y de medidas de ajuste carentes de una suficiente definición o cuya aplicación sufre retrasos. Estos países deberían instrumentar las medidas a su debido tiempo y ejecutar sus presupuestos con todo cuidado, a fin de constituir unos márgenes de seguridad suficientes para permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos sin incumplir el límite de déficit del 3%. Es necesario avanzar con suficiente rapidez hacia la consecución de situaciones presupuestarias saneadas y la reducción de las ratios de deuda pública. Además, el saneamiento presupuestario ha de integrarse en una estrategia de reformas dignas de credibilidad y confianza.

Los restantes países miembros deberán mantener su situación presupuestaria saneada y realizar las reformas fiscales estructurales que sean necesarias. Ello contribuirá también a potenciar la sostenibilidad de las finanzas públicas y a incrementar las perspectivas de fuerte crecimiento económico a largo plazo. En este contexto, la estabilidad económica podrá cimentarse sin riesgos en el funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

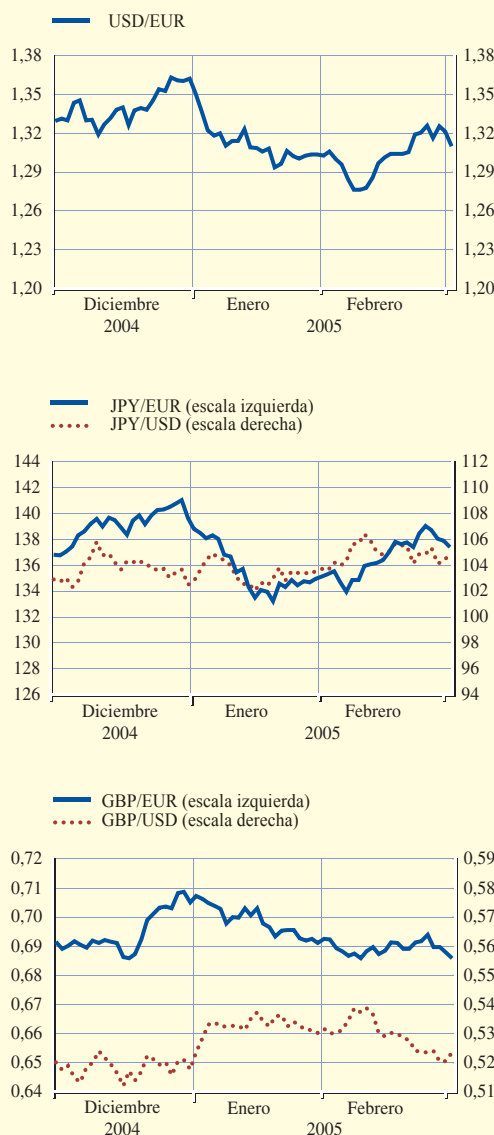
En los mercados de divisas, el euro experimentó una ligera apreciación frente a casi todas las principales monedas en febrero del 2005, tras algunos movimientos iniciales en dirección contraria. Si se pondera por el comercio, la apreciación más pronunciada se registró frente al yen japonés y el dólar estadounidense. En general, el 2 de marzo el tipo de cambio efectivo nominal del euro se mantenía prácticamente sin cambios con respecto al final de enero y se situaba un 1,3% por encima de la media del año 2004.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras depreciarse frente al dólar estadounidense en la primera mitad de febrero, el euro se apreció en las dos últimas semanas del mes para cerrar el periodo el 2 de marzo en un nivel ligeramente más alto que el registrado a finales de enero (véase el gráfico 44). Estas fluctuaciones de la cotización del euro frente al dólar, que reflejaron una evolución similar del tipo de cambio del dólar frente a otras monedas principales, parecen guardar relación con cambios en las percepciones de los participantes en el mercado respecto a los cauces y el ritmo de un posible ajuste del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Examinando la evolución con más detalle se observa que el fortalecimiento del dólar frente al euro y otras principales monedas en la primera mitad de febrero parece estar relacionado con la desaparición de las inquietudes de los mercados respecto a los desequilibrios externos de Estados Unidos. Uno de los factores que contribuyeron a disipar esas inquietudes fue la confianza que transmitieron en sus declaraciones las autoridades económicas estadounidenses al afirmar su voluntad de hacer frente al déficit presupuestario con más determinación. No obstante, a medida que pasaron los días, el optimismo inicial respecto a las perspectivas del déficit por cuenta corriente y la política fiscal pareció dar paso a una actitud de mayor cautela por parte de los participantes en los mercados. Esta renovada inquietud, unida a las noticias de que los bancos centrales de Asia estaban considerando la posibilidad de diversificar sus reservas de divisas, se dejó sentir sobre la moneda estadounidense, especialmente hacia el final de febrero. El 2 de marzo el euro cotizaba a 1,31 dólares, es decir, un 0,5% por encima del nivel observado al final de enero y un 5,3% por encima de la media del 2004.

Gráfico 44 Evolución de los tipos de cambio

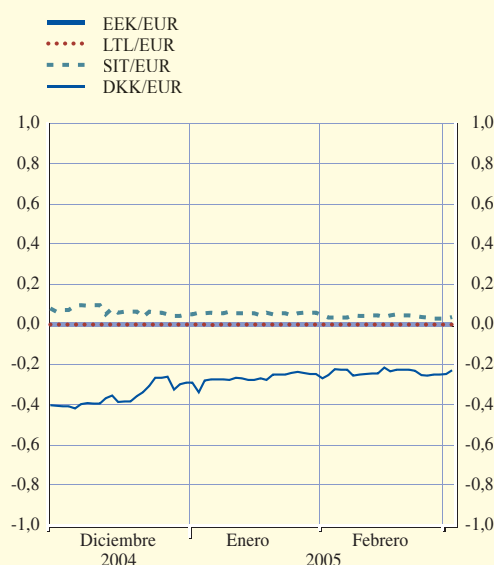
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 45 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

YEN JAPONÉS/EURO

Tras cotizar dentro de unos márgenes bastante estrechos, el yen japonés ha ido perdiendo terreno frente al euro desde la segunda semana de febrero. Esta situación reflejó inicialmente un debilitamiento más generalizado de la moneda japonesa, que al parecer guardó relación con la reducción de las expectativas del mercado respecto a una mayor flexibilidad cambiaria a corto plazo del renminbi chino. Hacia el final del período considerado, la depreciación del yen frente al euro reforzó la información posterior sobre un crecimiento negativo del PIB real de Japón en los tres últimos trimestres del 2004. El 2 de marzo de 2005, el euro cotizaba a 137,4 yenes, un 1,8% por encima del nivel observado al final de enero y un 2,2% por encima de la media del 2004.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En el MTC II, la corona danesa y el tolar esloveno fluctuaron dentro de unos márgenes muy estrechos, próximos a sus respectivas paridades centrales (véase gráfico 45). La corona estonia y la lita lituana permanecieron sin cambios en relación con su paridad central en el MTC, en consonancia con los compromisos unilaterales

de Estonia y Lituania de mantener sus sistemas de *currency board* dentro de las bandas de fluctuación estándar del MTC II.

En lo que respecta a las monedas de los otros Estados miembros de la UE, el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina, registrándose algunas fluctuaciones a corto plazo durante el mes de febrero, como consecuencia, principalmente, de la publicación de datos heterogéneos que indicaban, por una parte, una sólida evolución de la producción industrial en el Reino Unido en diciembre del 2004 y, por otra parte, una atonía de la demanda de consumo. El 2 de marzo, el euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, un 0,8% por debajo del nivel observado al final de enero y un 1,1% por encima de la media del 2004. En febrero, el euro continuó depreciándose frente al zloty polaco (4,2%) y la corona checa (1,6%) —con lo que ambas monedas alcanzaron su cotización máxima de los dos últimos años frente al euro— así como frente al forint húngaro, la corona eslovaca y la corona sueca (un 1,4%, un 0,8% y un 0,5% respectivamente). Al mismo tiempo, el euro se mantuvo estable, en líneas generales, frente a la libra chipriota, el lats letón y la lira maltesa

OTRAS MONEDAS

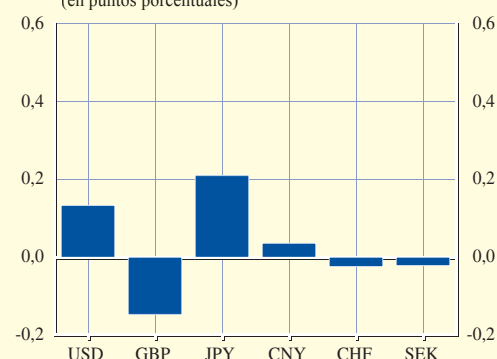
Por lo que se refiere a otras monedas, el euro se depreció un 0,4% frente al franco suizo entre el final de enero y el 2 de marzo. También son de destacar, durante el mismo período, la apreciación de la moneda única frente al dólar canadiense (un 0,7%) y su depreciación frente al dólar de Taiwan y el won coreano (un 2,3% y un 1,3%, respectivamente). Si bien esto último fue, en parte, la continuación de una tendencia general de apreciación de

Gráfico 46 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
31 enero 2005 - 2 marzo 2005
(en puntos porcentuales)



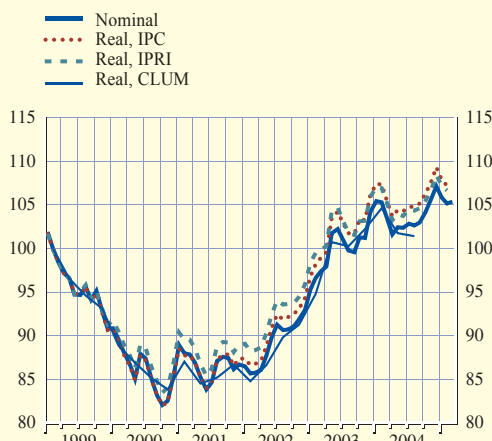
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los socios comerciales más importantes de la zona del euro y de todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro.

2) Sólo se muestra la contribución a las variaciones de los TCE-23 frente a las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando las correspondientes ponderaciones del comercio exterior en el índice TCE-23.

Gráfico 47 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

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



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-23 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a febrero del 2005. En el caso de los TCE-23 reales basados en los CLUM, las últimas observaciones, basadas en parte en estimaciones, corresponden al tercer trimestre del 2004.

estas dos monedas asiáticas frente al dólar estadounidense a partir del segundo semestre del 2004, también obedeció, en cierta medida, a especulaciones respecto a un posible cambio en la composición por monedas de sus reservas de divisas por parte de algunos bancos centrales de Asia.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 2 de marzo de 2005, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 23 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se mantenía prácticamente estable en comparación con el nivel registrado al final de enero y un 1,3% por encima de la media del año 2004 (véase gráfico 46). La apreciación del euro en términos efectivos fue consecuencia de su fortalecimiento frente al

yen japonés, el dólar estadounidense y el renminbi chino —monedas con un peso relativamente importante en la cesta de tipos de cambio ponderados por el comercio— que sólo se contrarrestó en parte con su depreciación frente a la libra esterlina y el zloty polaco.

La evolución de las diversas medidas del tipo de cambio efectivo del euro —basadas en diferentes índices de costes y precios— presenta un elevado grado de paralelismo con el índice nominal (véase gráfico 47). Los datos más recientes sugieren que, tras un período de relativa estabilidad entre mayo y septiembre del 2004, se produjo una subida de los índices del tipo de cambio efectivo real del euro en los tres últimos meses del 2004, principalmente como resultado de la apreciación de la moneda única. Ello ha dado lugar a una reducción de la competitividad precio de las empresas de la zona del euro. En

febrero del 2005, el índice del tipo de cambio efectivo real del euro basado en la evolución de los precios de consumo se situaba un 1,3% por encima de su nivel medio del año 2004, siendo ese incremento del 1,2% si se utilizan los precios industriales.

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el cuarto trimestre del 2004, las exportaciones de bienes y servicios fuera de la zona del euro aumentaron un 0,5% en términos nominales, mientras que las importaciones, también en términos nominales, se incrementaron en un 1,2%, lo que indica una desaceleración respecto a la vigorosa tasa de crecimiento de las importaciones registrada en el tercer trimestre. Para el conjunto del año 2004, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 40,2 mm de euros, es decir alrededor del 0,5% del PIB, en comparación con los 22,2 mm de euros contabilizados en el 2003 (en torno al 0,3% del PIB). Este incremento tuvo su origen en un descenso de los déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, de la balanza de transferencias corrientes, así como en un aumento del superávit de la balanza de servicios. El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona registró entradas netas por importe de 18,3 mm de euros en el 2004, frente a unas entradas netas de 38,3 mm de euros en el 2003.

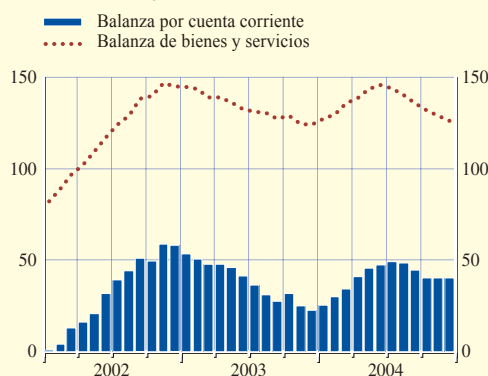
CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un superávit de 2,7 mm de euros en diciembre del 2004 en cifras desestacionalizadas (que corresponde a un superávit de 6,6 mm de euros en datos sin desestacionalizar). Esta cifra refleja los superávit observados en la balanza de bienes y servicios, que sólo se vieron contrarrestados en parte por los déficit de las balanzas de transferencias corrientes y rentas.

En comparación con los datos revisados correspondientes a noviembre del 2004, el superávit por cuenta corriente desestacionalizado aumentó 1 mm de euros en diciembre, como resultado de un incremento (de 1,4 mm de euros) en el superávit de la balanza de bienes y de un descenso del déficit de la balanza de transferencias corrientes, que sólo se compensaron parcialmente con una disminución del superávit de la balanza de servicios y un aumento del déficit de la balanza de rentas.

Gráfico 48 Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes y servicios de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

En cifras trimestrales las exportaciones y las importaciones de bienes aumentaron en órdenes de magnitud similares (1,9% y 2,1%, respectivamente) en el cuarto trimestre del 2004, mientras que el comercio de servicios fue notablemente menor, ya que tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron una contracción (del 4% y del 1,7%, respectivamente). Como resultado, en el cuarto trimestre las exportaciones totales de bienes y servicios se incrementaron en un 0,5% y las importaciones en un 1,2%.

Considerando la evolución de los flujos comerciales durante todo el año 2004, se observan dos grandes movimientos en el superávit acumulado de doce meses desestacionalizado de la balanza de bienes y servicios: un incremento inicial hasta el mes de junio y un posterior descenso hasta diciem-

bre (véase el gráfico 48). El incremento inicial se debió al dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios en el primer semestre del año, estimulado principalmente por la vigorosa demanda exterior. En el segundo semestre del año, se produjo una desaceleración de las exportaciones, debido en parte a una mayor atonía de la demanda exterior durante este período; además, es posible que los efectos retardados de la anterior apreciación del euro hayan influido también en esta evolución. El posterior descenso tuvo asimismo su origen en el fuerte crecimiento de las importaciones durante el segundo y el tercer trimestres del año, en consonancia con los precios más altos del petróleo vigentes durante el período y con el notable aumento de las categorías de la demanda interna con un elevado componente de importaciones (la inversión y, en particular, las existencias) registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 49).

En el año 2004, el superávit total por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 40,2 mm de euros, es decir, alrededor del 0,5% del PIB, en comparación con los 22,2 mm de euros (en torno al 0,3% del PIB) registrados en el 2003. Este incremento tuvo su origen en un descenso de los déficit de la balanza de rentas y, en menor medida, de la balanza de transferencias corrientes, así como en un aumento del superávit de la balanza de servicios. La reducción del déficit de la balanza de rentas se debió, principalmente, a un incremento de los ingresos recibidos del resto del mundo en comparación con el año 2003. El superávit de la balanza de bienes se mantuvo prácticamente sin cambios en torno a unos 105 mm de euros en el 2004, ya que tanto las importaciones como las exportaciones registraron sendos aumentos de unos 90 mm de euros.

CUENTA FINANCIERA

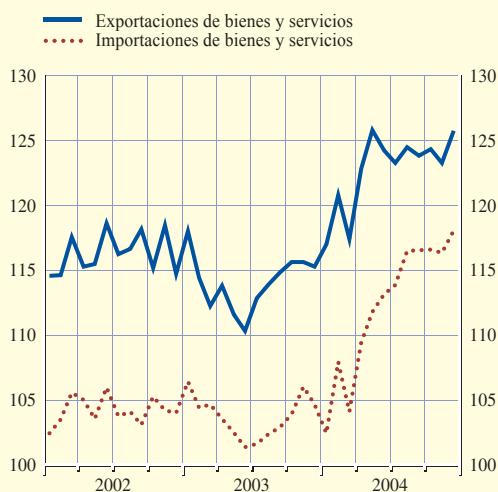
El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró elevadas entradas netas por importe de 44,4 mm de euros en diciembre del 2004, como consecuencia de las entradas netas de acciones y participaciones (40 mm de euros) y, en mucho menor medida, de inversiones directas (7,3 mm de euros). Los flujos netos de valores distintos de acciones se situaron en un nivel próximo al equilibrio. La evolución de las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones tuvo su origen, principalmente, en las cuantiosas compras netas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de no residentes (28,9 mm de euros).

Para el conjunto del año 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas de 18,3 mm de euros, en comparación con las entradas netas de 38,3 mm de euros contabilizadas en el 2003. El descenso de las entradas netas de capital en la zona del euro fue resultado, principalmente, del incremento de las salidas netas de inversiones directas, que sólo se compensaron en parte con un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 50).

La evolución de las inversiones indirectas tuvo su origen básicamente en un descenso gradual de las entradas de inversión directa extranjera en la zona del euro, que se debió, sobre todo, al hecho de que

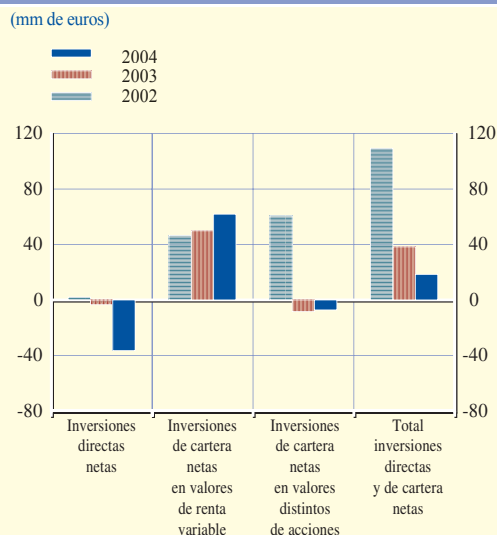
Gráfico 49 Exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

Gráfico 50 Flujos de inversiones directas y de cartera netas



Fuente: BCE.

las inversiones de no residentes en acciones y participaciones de la zona del euro ascendieran solamente a un tercio de las contabilizadas en el año 2003. Esta caída fue mayor que la registrada en las inversiones directas en el extranjero realizadas por residentes de la zona del euro y puede atribuirse, en parte, a los mejores resultados económicos de otras regiones del mundo en relación con la zona del euro en el año 2004.

La mayor afluencia de capital en forma de inversiones de cartera es atribuible básicamente a un incremento de las compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes. Las encuestas de los mercados indican un renovado interés de los inversores extranjeros por los valores de renta variable de la zona del euro y los participantes en los mercados señalan que, en términos relativos, dichos valores resultan más atractivos en lo que a sus precios se refiere. Es probable que la expectativa de una apreciación del euro durante el año 2004 haya influido también en esta situación.

Por lo que respecta a los valores distintos de acciones, los flujos transfronterizos registraron órdenes de magnitud similares en los años 2003 y 2004, ascendiendo aproximadamente a 200 mm de euros tanto los activos como los pasivos. En el caso de los pasivos, el bajo nivel de los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro no estimuló la inversión extranjera en instrumentos del mercado monetario de la zona y, en el 2004, los no residentes invirtieron casi exclusivamente en bonos y obligaciones. En cuanto a los activos, los inversores de la zona del euro colocaron alrededor del 75% de su cartera internacional de renta fija en bonos y obligaciones y el 25% en instrumentos del mercado monetario. Esta distribución indica que los residentes concedieron menor importancia en el año 2004 a los bonos y obligaciones internacionales que en el 2003. Esta actitud podría guardar cierta relación con la anticipación de pérdidas de capital ante la expectativa de una subida de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos. De hecho, los flujos de bonos y obligaciones de la zona del euro hacia Estados Unidos disminuyeron desde 75 mm de euros en el año 2003 hasta 29 mm de euros en los tres primeros trimestres del 2004.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

NOVEDADES

A partir de ahora, el cuadro 7.5.2 (comercio exterior de bienes, detalle por área geográfica) también incluirá datos de comercio exterior de bienes frente a China, Rusia y Turquía.

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por socie- dades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	20,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	11,3	2,11	4,14
2004 I	11,0	7,2	6,4	-	5,4	15,8	2,06	4,15
II	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,7	2,08	4,36
III	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,0	2,12	4,21
IV	9,3	6,4	6,0	-	6,8	9,1	2,16	3,84
2004 Sep	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	8,8	2,12	4,11
Oct	9,0	6,3	5,8	6,0	6,7	8,5	2,15	3,98
Nov	9,8	6,5	6,0	6,1	6,9	9,5	2,17	3,87
Dic	8,4	6,5	6,4	6,3	7,0	9,5	2,17	3,69
2005 Ene	9,2	6,9	6,6	.	7,3	.	2,15	3,63
Feb	.	.	.	.	.	.	2,14	3,62

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,1	0,2	8,9
2004	2,1	2,3	.	1,8	1,9	81,7	.	8,9
2004 I	1,7	0,2	2,8	1,6	1,0	81,1	0,2	9,0
II	2,3	2,0	2,2	2,2	3,1	81,6	0,3	8,8
III	2,2	3,1	1,9	1,9	2,9	82,1	0,4	8,9
IV	2,3	3,8	.	1,6	0,8	82,1	.	8,8
2004 Sep	2,1	3,3	-	-	3,7	-	-	8,9
Oct	2,4	4,1	-	-	1,0	82,1	-	8,8
Nov	2,2	3,7	-	-	0,4	-	-	8,8
Dic	2,4	3,5	-	-	1,0	-	-	8,9
2005 Ene	1,9	3,9	-	-	.	82,0	-	.
Feb	2,0	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-23 ³⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	57,3	105,7	-36,4	54,7	279,6	103,8	105,9	1,2439
2004 I	17,2	28,6	-23,6	-3,1	308,4	104,7	106,7	1,2497
II	9,9	31,5	-12,9	21,7	301,4	102,1	104,1	1,2046
III	14,0	24,6	5,3	3,6	298,2	102,8	104,9	1,2220
IV	16,2	21,0	-5,2	32,5	279,6	105,7	107,7	1,2977
2004 Sep	2,6	5,0	2,5	43,9	298,2	103,0	105,2	1,2218
Oct	1,8	7,7	-11,6	6,2	294,2	104,2	106,3	1,2490
Nov	5,4	5,9	-0,8	-10,8	291,6	105,6	107,6	1,2991
Dic	9,0	7,5	7,3	37,1	279,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Ene	.	.	.	.	289,0	105,8	107,9	1,3119
Feb	.	.	.	.	.	105,1	107,2	1,3014

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2005 4 Feb	2005 11 Feb	2005 18 Feb	2005 25 Feb
Oro y derechos en oro	125.477	125.420	125.327	125.228
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	155.222	151.334	152.586	151.081
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.141	18.758	16.833	17.180
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	6.542	7.686	8.174	8.258
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	357.501	355.522	356.702	369.509
Operaciones principales de financiación	277.500	275.501	276.500	284.501
Operaciones de financiación a plazo más largo	79.999	79.999	79.999	84.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	0	0	201	1
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	22	2	8
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3.449	3.057	3.455	3.303
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	72.786	73.500	74.776	75.393
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	41.260	41.260	41.260	41.260
Otros activos	120.094	120.568	121.225	122.637
Total activo	899.472	897.105	900.338	913.849

2. Pasivo

	2005 4 Feb	2005 11 Feb	2005 18 Feb	2005 25 Feb
Billetes en circulación	490.010	489.846	488.203	488.195
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	138.645	142.246	145.086	140.881
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	138.556	142.198	145.064	140.814
Facilidad de depósito	89	48	10	59
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	12	8
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	125	125	125	125
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	71.834	68.099	69.868	88.013
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	8.039	8.175	8.230	8.498
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	254	296	317	303
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.609	9.309	8.439	7.505
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.573	5.573	5.573	5.573
Otros pasivos	50.716	50.769	51.093	51.565
Cuentas de revalorización	64.842	64.842	64.842	64.842
Capital y reservas	57.825	57.825	58.562	58.349
Total pasivo	899.472	897.105	900.338	913.849

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	Variación		
	Tipo fijo		Tipo mínimo de puja				
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7
Operaciones principales de financiación							
2004 3 Nov	381.182	331	264.500	2,00	2,04	2,04	6
9	3 58.101	316	258.000	2,00	2,04	2,04	8
17	384.039	341	262.500	2,00	2,05	2,05	7
24	368.690	346	270.000	2,00	2,05	2,06	7
1 Dic	370.856	323	273.500	2,00	2,05	2,06	7
8	3 29.144	298	282.000	2,00	2,05	2,06	7
15	354.121	339	276.000	2,00	2,07	2,08	7
22	350.812	340	283.500	2,00	2,07	2,08	8
30	284.027	355	270.000	2,00	2,09	2,17	6
2005 5 Ene	324.154	321	259.000	2,00	2,06	2,07	7
12	343.644	332	265.000	2,00	2,06	2,07	7
19	362.771	364	279.500	2,00	2,06	2,07	7
26	368.794	358	273.000	2,00	2,06	2,07	7
2 Feb	332.198	329	277.500	2,00	2,06	2,06	6
8	3 27.172	305	275.500	2,00	2,06	2,06	8
16	352.917	341	276.500	2,00	2,05	2,06	7
23	349.248	352	284.500	2,00	2,05	2,06	7
2 Mar	329.036	325	275.000	2,00	2,05	2,06	7
Operaciones de financiación a plazo más largo							
2004 26 Feb	34.597	139	25.000	-	2,01	2,03	91
1 Abr	44.153	141	25.000	-	1,85	1,90	91
29	54.243	180	25.000	-	2,01	2,03	91
27 May	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
1 Jul	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91
29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
26 Ago	37.957	152	25.000	-	2,06	2,08	91
30 Sep	37.414	138	25.000	-	2,06	2,08	84
28 Oct	46.646	187	25.000	-	2,10	2,11	91
25 Nov	51.095	174	25.000	-	2,13	2,14	91
23 Dic	34.466	155	25.000	-	2,12	2,14	98
2005 27 Ene	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91
24 Feb	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
2004 11 May	Captación de depósitos a plazo fijo	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1
8 Nov	Operaciones temporales	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 Ene	Operaciones temporales	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 Feb	Operaciones temporales	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1

Fuente: BCE.

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

2) Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.

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

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

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 I	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
II	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2
2004 Jul	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3
Ago	12.167,5	6.470,2	446,4	1.531,1	884,2	2.835,5
Sep	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3
Oct	12.262,1	6.496,9	448,2	1.546,5	888,8	2.881,7
Nov	12.371,7	6.535,7	452,7	1.551,1	946,6	2.885,6
Dic	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 I	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
II	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
III	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
2004 11 Oct	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8 Nov	137,8	138,4	0,7	0,0	2,03
7 Dic	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18 Ene	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7 Feb	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8 Mar	140,5	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 I	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
II	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
III	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
2004 11 Oct	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4
8 Nov	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4
7 Dic	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 18 Ene	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2
7 Feb	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2

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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 I	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
II	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
III	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
2004 Oct	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,5	14,2	163,9
Nov	1.206,6	550,5	22,2	0,6	527,6	156,6	141,7	1,3	13,5	-	14,1	305,5	14,3	165,7
Dic	1.197,3	546,6	21,5	0,6	524,4	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,2	176,0
2005 Ene ^(p)	1.240,6	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,9	172,5
IFM, excluido el Eurosistema														
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003	19.800,8	12.114,7	819,1	7.101,8	4.193,8	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	895,1	2.569,9	161,8	1.048,2
2004 I	20.395,6	12.218,0	823,3	7.170,1	4.224,6	3.077,6	1.301,6	434,2	1.341,8	78,0	926,4	2.836,1	160,0	1.099,5
II	20.757,5	12.434,3	818,3	7.319,9	4.296,2	3.153,6	1.347,0	447,1	1.359,4	76,8	948,7	2.874,0	159,7	1.110,4
III	20.984,2	12.569,9	812,2	7.401,3	4.356,4	3.179,2	1.345,9	447,5	1.385,9	77,5	920,6	2.907,3	161,0	1.168,7
2004 Oct	21.158,9	12.675,6	812,2	7.447,4	4.416,0	3.200,1	1.343,3	450,4	1.406,4	77,9	925,0	2.913,7	161,7	1.204,8
Nov	21.346,1	12.717,6	808,2	7.510,7	4.398,7	3.217,1	1.346,0	456,1	1.414,9	78,3	944,7	2.978,5	161,2	1.248,6
Dic	21.344,6	12.824,9	814,9	7.549,6	4.460,4	3.185,4	1.295,8	465,3	1.424,3	72,5	947,0	2.943,1	160,3	1.211,4
2005 Ene ^(p)	21.646,5	12.886,0	820,1	7.590,0	4.475,9	3.233,5	1.336,6	468,5	1.428,4	75,6	962,7	3.075,5	157,1	1.256,0

2. Pasivo

	Total	Effectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 I	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
II	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
III	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
2004 Oct	1.224,8	487,0	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
Nov	1.206,6	491,9	379,2	53,0	17,9	308,3	-	0,5	145,7	24,9	164,3
Dic	1.197,3	517,3	346,7	24,7	15,0	306,9	-	0,5	138,0	27,2	167,7
2005 Ene ^(p)	1.240,6	502,4	401,7	57,6	15,7	328,4	-	0,5	144,9	25,8	165,3
IFM, excluido el Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.993,5	1.108,7	2.593,3	1.431,7
2003	19.800,8	0,0	10.774,7	132,3	6.277,6	4.364,9	648,8	3.161,4	1.151,0	2.606,5	1.458,5
2004 I	20.395,6	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,6	3.304,6	1.160,4	2.832,6	1.553,9
II	20.757,5	0,0	11.087,9	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.370,5	1.177,6	2.870,3	1.565,2
III	20.984,2	0,0	11.174,2	146,3	6.441,3	4.586,6	687,0	3.447,8	1.187,2	2.838,0	1.650,0
2004 Oct	21.158,9	0,0	11.291,2	133,4	6.491,6	4.666,2	695,0	3.477,8	1.191,2	2.823,3	1.680,4
Nov	21.346,1	0,0	11.319,3	129,8	6.528,3	4.661,2	691,8	3.489,0	1.208,8	2.880,2	1.757,1
Dic	21.344,6	0,0	11.479,6	138,9	6.638,4	4.702,3	676,3	3.498,8	1.205,6	2.814,7	1.669,6
2005 Ene ^(p)	21.646,5	0,0	11.502,9	122,9	6.652,3	4.727,8	689,0	3.533,7	1.205,3	2.967,4	1.748,2

Fuente: BCE.

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

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

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Saldos vivos										
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,7	179,5	1.132,7
2003	14.557,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,8	2.887,8	174,1	1.134,4
2004 I	15.066,3	8.016,8	846,0	7.170,8	1.866,2	1.430,5	435,7	649,4	3.156,8	173,9	1.203,1
II	15.333,6	8.161,0	840,5	7.320,5	1.929,6	1.480,5	449,0	662,9	3.185,3	173,8	1.221,1
III	15.489,3	8.236,4	834,5	7.401,9	1.930,4	1.481,1	449,3	643,1	3.216,5	175,2	1.287,8
2004 Oct	15.585,4	8.282,5	834,5	7.448,0	1.932,7	1.480,6	452,1	647,0	3.221,2	175,9	1.326,1
Nov	15.777,9	8.341,8	830,4	7.511,3	1.945,2	1.487,8	457,4	660,2	3.284,0	175,5	1.371,2
Dic	15.704,7	8.386,6	836,4	7.550,2	1.902,8	1.435,8	467,0	667,5	3.234,8	174,5	1.338,5
2005 Ene ^(p)	15.993,2	8.432,3	841,6	7.590,6	1.950,4	1.480,1	470,3	678,8	3.373,7	172,0	1.386,0
	Operaciones										
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,2	54,1	19,4	222,0	-3,6	-26,8
2004 I	430,6	84,6	5,8	78,8	56,6	52,8	3,8	24,6	214,4	-0,4	51,0
II	269,4	150,3	-7,1	157,4	64,7	50,3	14,3	8,3	33,1	1,6	11,4
III	190,6	87,6	-5,7	93,3	-4,0	-1,8	-2,2	-19,6	60,8	1,6	64,2
2004 Oct	122,8	49,5	0,2	49,4	1,8	-1,1	2,9	2,9	30,7	0,7	37,2
Nov	239,2	65,2	-3,9	69,0	12,4	6,9	5,5	12,2	106,1	-0,4	43,8
Dic	-9,3	55,8	5,7	50,1	-41,6	-52,3	10,7	5,6	-11,6	0,4	-17,8
2005 Ene ^(p)	223,4	44,8	5,0	39,8	44,4	41,3	3,1	11,8	82,1	-2,3	42,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	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	1.819,0	1.006,4	2.626,2	1.550,9	10,8
2003	14.557,4	397,9	153,6	6.294,4	581,5	1.878,5	1.010,7	2.634,0	1.597,9	8,9
2004 I	15.066,3	399,6	183,8	6.326,1	602,6	1.951,5	1.025,8	2.856,2	1.699,3	21,4
II	15.333,6	423,0	223,7	6.427,0	609,2	2.000,4	1.024,1	2.893,8	1.716,3	16,1
III	15.489,3	438,0	204,1	6.457,6	609,5	2.049,9	1.044,7	2.861,6	1.808,8	15,0
2004 Oct	15.585,4	444,4	197,4	6.509,8	617,1	2.059,1	1.047,0	2.847,4	1.843,6	19,6
Nov	15.777,9	448,7	182,8	6.546,2	613,5	2.061,1	1.055,8	2.905,1	1.921,4	43,2
Dic	15.704,7	468,4	163,6	6.653,4	603,8	2.062,0	1.049,8	2.841,9	1.837,3	24,4
2005 Ene ^(p)	15.993,2	459,9	180,5	6.667,9	613,3	2.091,8	1.052,5	2.993,2	1.913,5	20,6
Operaciones										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,0	106,1	39,7	75,1	-92,3	86,5
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	57,2	133,4	40,1	130,3	-61,0	59,8
2004 I	430,6	1,7	30,2	25,2	22,4	61,3	8,2	174,7	117,7	-10,7
II	269,4	23,4	39,4	102,4	2,2	48,7	10,0	32,3	13,2	-2,3
III	190,6	15,1	-19,7	35,5	1,6	54,8	19,2	-3,7	79,5	8,3
2004 Oct	122,8	6,4	-6,7	55,2	7,4	14,1	1,8	10,4	22,9	11,4
Nov	239,2	4,4	-14,6	41,7	-3,1	11,1	5,9	96,0	63,4	34,3
Dic	-9,3	19,7	-19,2	111,3	-9,2	8,9	0,1	-34,4	-73,4	-13,1
2005 Ene ^(p)	223,4	-8,5	16,8	8,2	9,8	10,0	6,6	104,6	88,7	-12,9

Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias

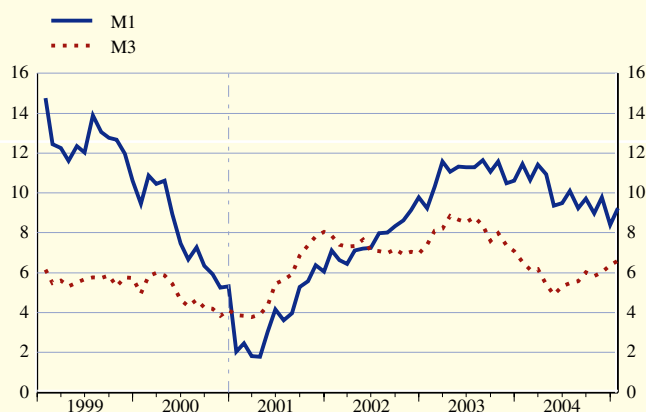
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el mes)

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	853,5	5.771,1	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	189,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	912,3	6.148,1	-	4.142,6	2.222,3	8.158,0	7.100,9	231,3
2004 I	2.769,2	2.552,2	5.321,4	905,9	6.227,2	-	4.240,8	2.259,5	8.241,7	7.165,0	316,9
II	2.790,3	2.581,9	5.372,2	931,8	6.304,0	-	4.307,3	2.306,9	8.403,2	7.293,3	290,2
III	2.868,9	2.621,1	5.490,0	941,3	6.431,3	-	4.395,1	2.324,9	8.523,4	7.415,2	344,8
2004 Oct	2.881,6	2.642,6	5.524,2	946,2	6.470,3	-	4.416,0	2.326,6	8.577,3	7.465,0	355,9
Nov	2.907,3	2.637,7	5.544,9	945,7	6.490,6	-	4.443,4	2.316,7	8.646,2	7.518,0	355,5
Dic	2.892,3	2.672,3	5.564,6	963,8	6.528,5	-	4.459,3	2.290,0	8.687,4	7.548,7	372,4
2005 Ene ^(p)	2.956,1	2.664,9	5.621,0	949,3	6.570,4	-	4.493,4	2.324,7	8.746,5	7.596,9	378,3
Operaciones											
2002	217,3	89,3	306,5	68,8	375,3	-	189,1	35,1	347,2	311,9	173,1
2003	258,1	114,6	372,7	34,8	407,5	-	238,6	132,3	446,1	373,0	93,5
2004 I	92,3	-13,2	79,1	-1,6	77,5	-	76,0	25,0	90,2	74,5	78,4
II	20,6	31,8	52,4	22,8	75,2	-	76,9	46,1	165,1	136,1	-16,7
III	80,6	40,7	121,3	9,0	130,3	-	94,7	16,1	129,8	133,9	55,8
2004 Oct	14,0	23,0	36,9	4,2	41,1	-	26,1	1,2	56,3	53,0	12,5
Nov	28,5	-2,5	26,0	-0,2	25,8	-	34,0	-10,0	73,7	58,7	4,5
Dic	-11,4	35,0	23,6	18,3	41,9	-	30,4	-27,4	51,9	42,0	25,8
2005 Ene ^(p)	61,3	-10,3	51,0	-14,3	36,7	-	17,4	31,4	58,8	47,6	-4,2
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,8	7,0	7,1	4,9	1,7	4,7	4,8	173,1
2003 Dic	10,6	4,7	7,6	4,1	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	93,5
2004 Mar	11,4	2,1	6,7	3,2	6,2	5,9	7,0	6,6	5,7	5,3	93,1
Jun	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	0,7
Sep	9,7	2,7	6,3	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	124,3
2004 Oct	9,0	3,6	6,3	3,0	5,8	6,0	7,8	4,2	6,5	6,7	132,3
Nov	9,8	3,2	6,5	3,1	6,0	6,1	7,7	3,3	6,7	6,9	125,9
Dic	8,4	4,5	6,5	5,8	6,4	6,3	8,1	2,3	7,0	7,0	160,4
2005 Ene ^(p)	9,2	4,4	6,9	4,8	6,6	.	8,1	3,7	7,3	7,3	111,9

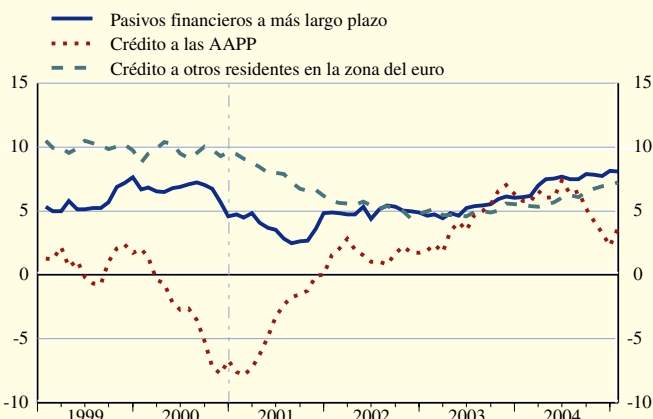
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias

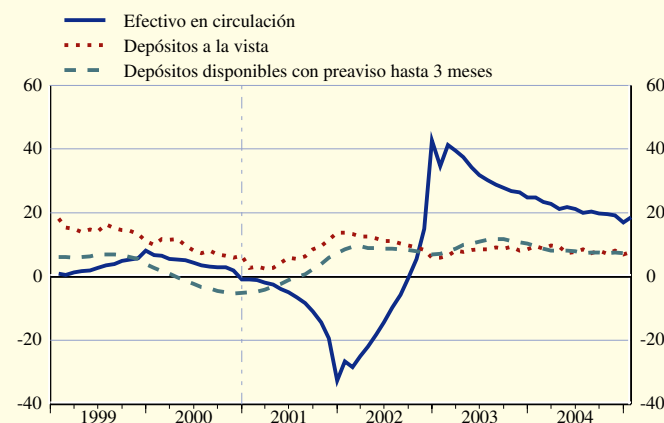
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de periodo; operaciones realizadas en el periodo)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,5	484,5	128,5	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,6	1.037,0	1.522,6	222,5	597,1	92,7	1.790,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 I	406,2	2.363,1	1.003,9	1.548,3	214,3	597,1	94,5	1.855,8	90,1	1.268,3	1.026,6
II	420,5	2.369,8	995,2	1.586,7	220,2	611,5	100,1	1.899,0	89,1	1.298,6	1.020,6
III	439,9	2.429,0	1.002,6	1.618,5	225,3	615,6	100,4	1.947,2	88,4	1.318,7	1.040,8
2004 Oct	446,3	2.435,2	1.020,2	1.622,4	224,5	622,7	99,0	1.953,5	89,4	1.327,8	1.045,3
Nov	453,3	2.453,9	1.006,8	1.630,9	225,3	617,3	103,1	1.949,7	89,7	1.343,4	1.060,5
Dic	453,3	2.439,0	1.037,4	1.634,9	243,2	619,4	101,2	1.964,7	89,5	1.357,6	1.047,5
2005 Ene ^(p)	468,2	2.488,0	1.030,3	1.634,6	229,9	615,4	104,0	1.992,4	90,1	1.363,4	1.047,5
Operaciones											
2002	99,3	118,0	-1,1	90,3	10,7	70,6	-12,5	118,7	-10,0	41,0	39,4
2003	77,8	180,3	-28,8	143,4	-8,8	58,6	-15,1	149,4	-13,2	62,7	39,7
2004 I	18,6	73,7	-38,8	25,5	-7,2	1,2	4,5	51,2	-0,5	14,4	10,9
II	14,4	6,2	-6,7	38,5	5,5	10,0	7,3	41,3	-1,0	30,7	5,9
III	19,3	61,3	8,7	32,0	5,1	5,3	-1,5	55,2	-0,7	21,4	18,7
2004 Oct	6,5	7,5	19,0	3,9	-0,7	6,9	-2,0	11,8	1,0	9,4	4,0
Nov	7,0	21,5	-11,1	8,6	0,9	-4,8	3,7	5,7	0,3	15,6	12,3
Dic	0,0	-11,4	31,0	4,1	18,0	2,5	-2,2	23,3	-0,2	14,3	-6,9
2005 Ene ^(p)	14,9	46,5	-9,8	-0,5	-13,5	-3,6	2,7	7,9	0,6	5,0	3,9
Tasas de crecimiento											
2002 Dic	42,6	5,9	-0,1	6,9	4,7	17,1	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dic	24,9	8,5	-2,7	10,4	-3,9	11,2	-14,9	8,9	-12,7	5,3	4,0
2004 Mar	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	6,9	-7,3	10,5	-9,9	5,4	4,6
Jun	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	0,5	10,4	-7,1	7,0	5,2
Sep	19,9	8,1	-4,3	7,6	3,2	4,2	11,7	10,9	-3,0	7,2	4,5
2004 Oct	19,6	7,2	-2,0	7,4	1,9	4,4	-3,0	10,5	-2,1	7,4	4,5
Nov	19,2	8,2	-3,1	7,5	0,2	4,7	0,5	9,8	-1,4	7,9	4,6
Dic	17,0	6,9	0,2	7,4	9,8	3,5	10,7	10,5	-1,2	8,4	4,4
2005 Ene ^(p)	18,5	7,7	0,6	7,0	6,3	3,6	8,2	9,9	-0,3	8,6	5,0

C3 Componentes de los agregados monetarios

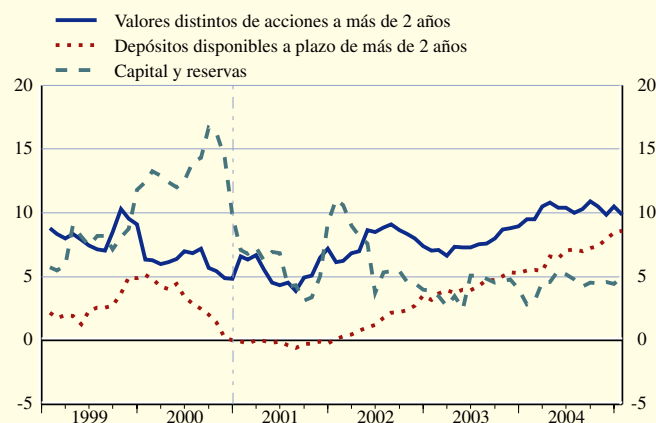
(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

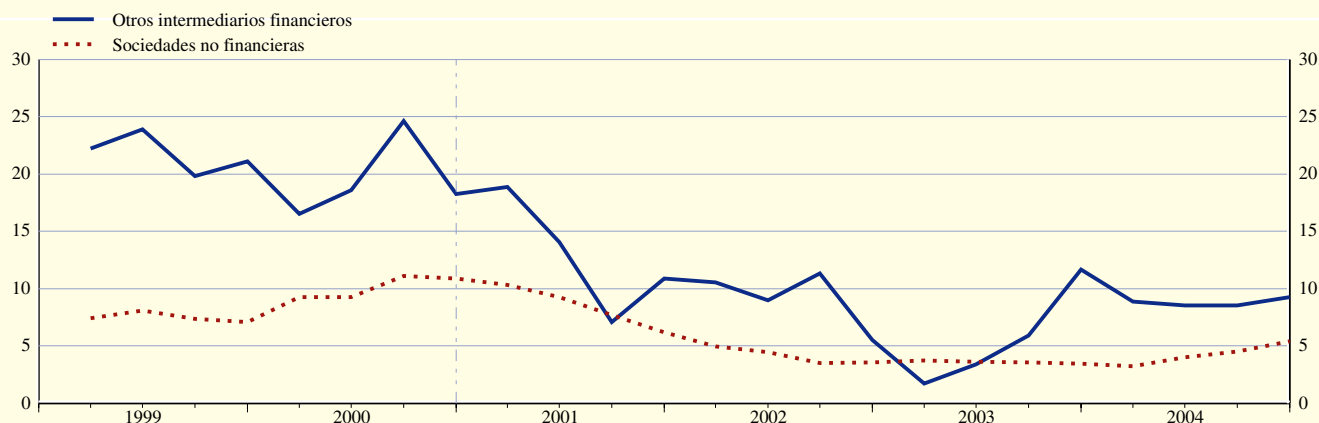
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,9	3.034,2	958,7	527,0	1.548,5
2004 I	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,1	526,2	1.574,0
II	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,4	966,4	537,3	1.589,7
III	52,5	37,6	508,3	301,2	3.104,2	952,5	545,9	1.605,8
2004 Oct	54,8	39,1	511,9	305,2	3.123,1	961,1	546,8	1.615,2
Nov	54,0	37,8	534,6	328,5	3.142,7	975,3	549,1	1.618,3
Dic	48,7	30,8	541,6	332,3	3.154,8	974,4	548,6	1.631,8
2005 Ene ^(p)	55,6	38,6	542,1	337,4	3.170,8	979,5	557,8	1.633,5
Operaciones								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,1	102,4	-8,0	15,5	94,8
2004 I	10,8	10,0	-2,8	-11,6	22,5	-3,5	4,0	22,1
II	7,0	7,3	8,5	4,5	59,9	16,1	11,7	32,1
III	-1,1	-2,2	2,4	-0,8	16,4	-12,0	9,5	18,9
2004 Oct	2,4	1,6	5,2	4,5	20,2	9,2	1,2	9,8
Nov	-0,7	-1,3	23,9	24,4	23,3	15,3	2,8	5,1
Dic	-5,2	-6,9	8,7	3,6	20,8	-1,5	3,3	19,0
2005 Ene ^(p)	6,5	7,5	-1,5	3,9	16,1	5,1	9,1	1,8
Tasas de crecimiento								
2002 Dic	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dic	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 Jun	18,8	25,6	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2
Sep	17,5	31,5	8,5	5,6	4,5	-0,5	6,1	7,2
2004 Oct	9,4	14,7	9,2	7,5	5,1	1,5	5,6	7,2
Nov	10,0	14,0	10,1	8,5	5,2	2,6	5,5	6,7
Dic	37,1	39,1	9,2	8,1	5,4	2,5	6,2	6,9
2005 Ene ^(p)	16,4	11,9	9,5	10,6	5,7	2,8	7,6	6,8

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

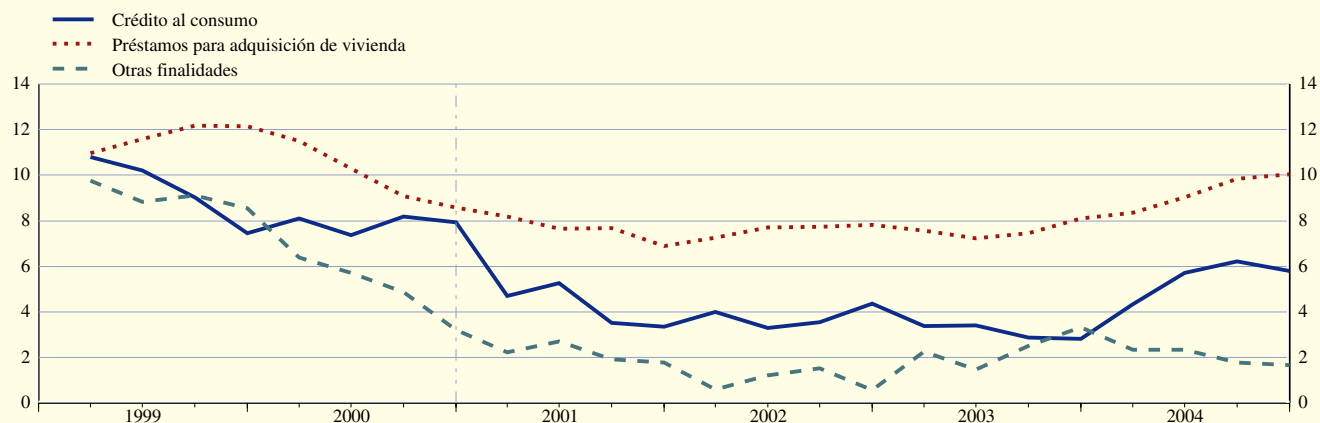
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 I	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	679,9	141,8	95,1	443,0
II	3.663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2.463,7	15,2	64,7	2.383,8	697,2	147,5	99,2	450,5
III	3.736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2.534,1	14,9	65,8	2.453,3	694,7	144,6	99,0	451,0
2004 Oct	3.757,6	509,4	114,9	189,5	205,0	2.553,5	15,5	66,5	2.471,5	694,8	143,6	99,7	451,5
Nov	3.779,4	509,9	114,8	189,7	205,4	2.571,9	15,3	65,7	2.491,0	697,6	146,5	99,4	451,7
Dic	3.804,5	513,8	117,3	191,0	205,5	2.592,3	15,5	65,8	2.511,0	698,4	144,5	99,7	454,3
2005 Ene ^(p)	3.821,5	515,3	118,6	190,7	205,9	2.607,2	15,0	65,5	2.526,7	699,1	144,1	98,8	456,2
	Operaciones												
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	2,2	4,4
2003	211,8	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,4	-5,9	1,7	181,5	21,1	-6,3	-4,9	32,3
2004 I	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,9	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
II	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,5
III	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,4	-0,2	1,2	70,4	-1,1	-2,6	-0,4	2,0
2004 Oct	21,6	1,7	-0,3	0,7	1,2	19,9	0,5	0,3	19,1	0,0	-0,9	0,9	0,0
Nov	22,5	0,8	-0,1	0,3	0,7	18,7	-0,4	-0,6	19,7	3,0	3,2	-0,2	-0,1
Dic	25,9	4,5	2,8	1,5	0,2	21,7	0,3	0,2	21,2	-0,3	-1,2	0,4	0,5
2005 Ene ^(p)	18,7	1,7	0,8	0,0	0,9	15,0	-0,4	-0,3	15,7	1,9	0,0	-0,9	2,8
	Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	1,2
2003 Dic	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,2	2,6	8,7	3,3	-4,2	-5,0	8,5
2004 Mar	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-1,0	-1,8	4,4
Jun	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,1	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
Sep	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,3	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,8
2004 Oct	7,8	5,9	3,7	5,2	7,9	9,8	9,1	-0,2	10,2	2,1	1,0	1,1	2,6
Nov	7,9	6,5	7,0	4,6	8,1	10,0	6,2	-0,9	10,3	1,9	1,2	1,2	2,3
Dic	7,8	5,8	5,2	5,1	6,8	10,0	6,6	4,6	10,2	1,7	-0,5	2,2	2,3
2005 Ene ^(p)	8,1	6,8	7,3	6,0	7,1	10,1	5,8	5,8	10,2	2,3	0,9	2,1	2,9

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

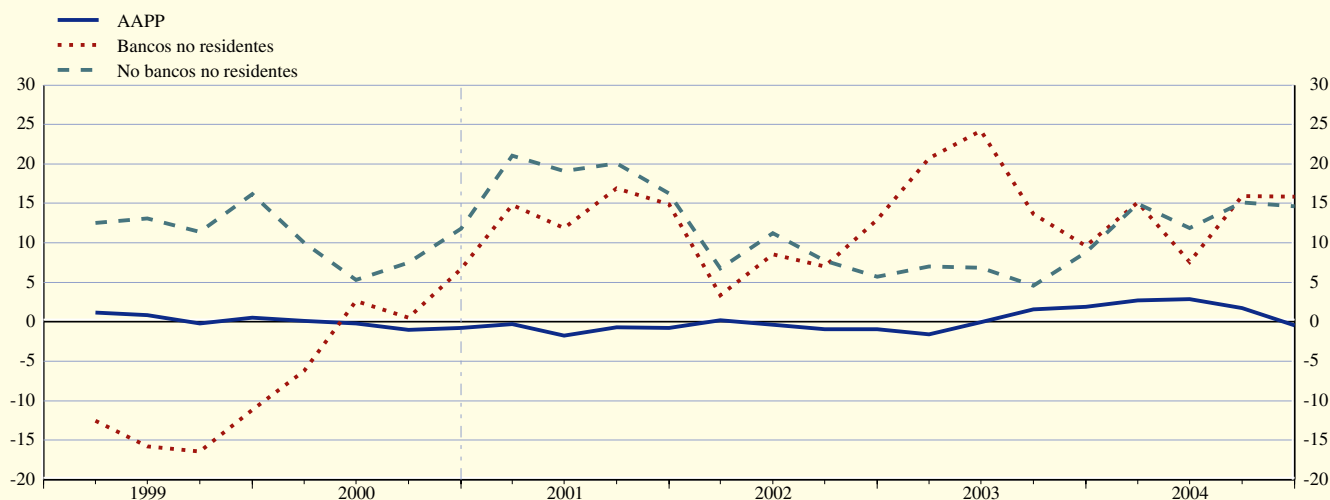
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 I	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
II	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
III	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1.965,9	1.317,3	648,6	60,9	587,7
IV ^(p)	814,9	129,5	252,4	395,7	37,3	1.978,4	1.336,6	641,8	61,5	580,4
Operaciones										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 I	5,8	5,7	-3,9	0,1	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
II	-6,7	-5,9	-8,5	2,9	4,8	6,2	11,4	-5,3	-0,5	-4,8
III	-5,7	-3,0	-1,0	3,2	-5,0	22,5	7,7	14,8	0,1	14,7
IV ^(p)	2,7	3,5	-0,5	1,2	-1,5	80,8	61,4	19,4	0,6	18,8
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dic	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 Mar	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Jun	2,9	2,0	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
Sep	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
Dic ^(p)	-0,5	0,3	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

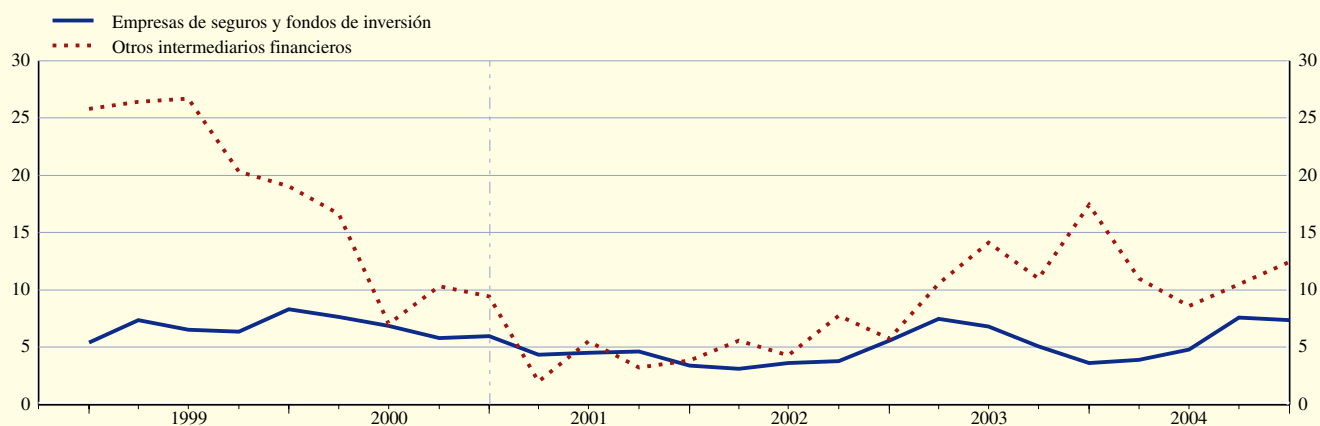
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones realizadas en el periodo)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,6	183,1	130,6	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 I	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,4	197,0	119,7	145,7	7,8	0,1	116,1
II	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	595,9	194,3	122,3	153,7	8,3	0,1	117,2
III	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,0	189,9	120,2	164,9	8,1	0,1	114,8
2004 Oct	579,1	58,6	49,1	446,1	1,3	1,3	22,8	620,8	187,3	133,6	166,9	8,4	0,1	124,5
Nov	584,4	63,2	47,7	450,0	1,3	1,3	20,8	631,8	197,4	126,4	177,0	9,7	0,1	121,3
Dic	583,1	59,0	51,4	449,5	1,2	1,3	20,8	635,1	180,7	138,8	186,9	10,1	0,1	118,6
2005 Ene ^(p)	595,3	66,9	50,8	451,2	1,4	1,3	23,6	659,1	208,3	129,9	185,1	11,6	0,1	124,2
Operaciones														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	84,8	27,5	-0,7	38,8	3,2	0,0	16,0
2004 I	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,2	14,0	-14,7	1,5	1,6	0,0	12,7
II	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,2	-1,3	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
III	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,5	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
2004 Oct	5,4	-2,9	1,9	3,3	0,0	0,3	2,8	23,8	-2,2	13,6	2,2	0,4	0,0	9,8
Nov	5,5	5,1	-1,2	3,5	0,1	0,0	-2,0	12,8	10,9	-6,7	10,5	1,3	0,0	-3,2
Dic	-1,2	-4,1	3,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	4,3	-15,2	11,9	9,7	0,5	0,0	-2,6
2005 Ene ^(p)	11,9	7,8	-0,7	1,7	0,2	0,0	2,9	21,9	26,7	-9,5	-2,3	1,5	0,0	5,5
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dic	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,4	17,8	-0,6	36,8	70,6	-	17,1
2004 Mar	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,0	17,1	-13,2	22,3	47,6	-	17,8
Jun	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,6	7,8	-10,2	18,6	44,5	-	20,5
Sep	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,5	7,4	-6,2	28,3	63,5	-	11,7
2004 Oct	8,3	10,3	32,9	5,1	3,3	38,3	24,2	11,2	7,5	1,7	27,0	48,4	-	7,8
Nov	9,4	22,7	33,3	5,9	3,8	-37,9	7,2	11,8	12,7	-4,2	29,3	73,6	-	4,9
Dic	7,3	1,0	23,5	6,7	-8,2	-43,1	8,0	12,5	1,1	4,3	30,3	67,6	-	14,6
2005 Ene ^(p)	7,2	2,9	17,8	6,7	6,6	37,1	8,3	16,1	16,7	-1,0	31,8	69,9	-	12,0

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

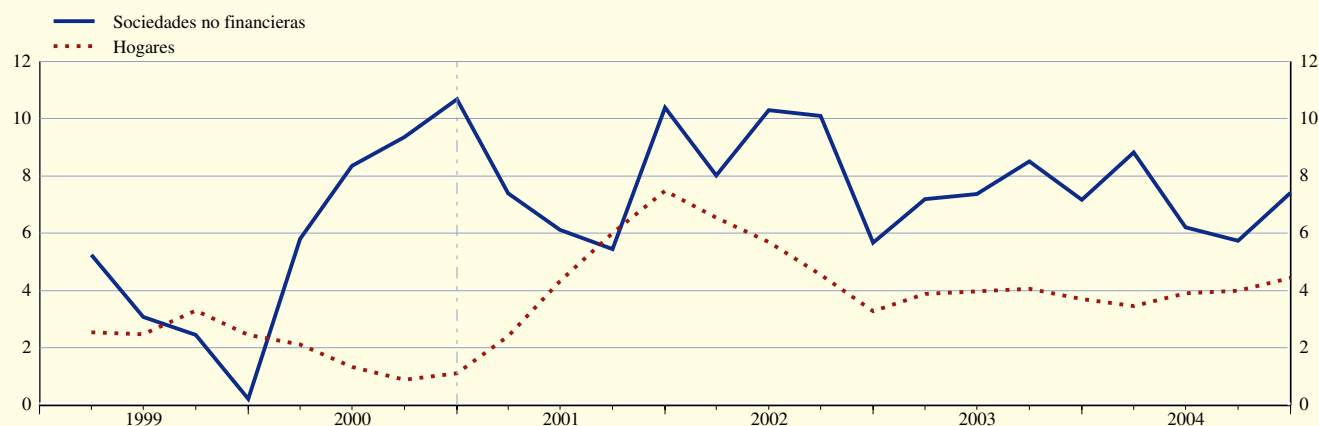
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.050,2	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 I	1.036,7	624,2	275,9	69,9	39,9	1,0	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
II	1.054,0	650,6	265,6	70,3	41,0	1,0	25,5	4.055,5	1.367,5	517,0	612,4	1.422,3	85,8	50,4
III	1.067,1	657,6	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4.060,8	1.363,2	511,4	615,0	1.431,9	85,5	53,7
2004 Oct	1.071,7	648,6	283,9	69,6	42,5	1,1	25,9	4.078,5	1.376,9	509,1	617,6	1.434,4	86,0	54,4
Nov	1.077,8	660,5	279,7	69,7	41,2	1,1	25,5	4.089,8	1.381,0	509,1	618,7	1.439,8	86,8	54,4
Dic	1.115,6	674,1	295,0	72,0	43,7	1,1	29,8	4.160,0	1.402,7	514,3	632,9	1.466,5	88,0	55,6
2005 Ene ^(p)	1.080,1	657,3	279,0	74,8	43,0	1,1	24,9	4.167,0	1.400,7	514,7	634,3	1.477,4	87,8	52,2
Operaciones														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,5	40,9	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 I	-14,5	-9,5	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,0	8,5	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
II	21,1	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
III	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,7	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
2004 Oct	6,0	-8,3	14,7	-0,7	0,0	0,0	0,3	18,4	13,9	-1,8	2,7	2,5	0,5	0,7
Nov	10,8	13,1	-3,2	0,1	1,2	0,0	-0,4	9,9	4,4	0,7	1,1	3,0	0,8	0,0
Dic	38,5	14,3	15,9	1,6	2,5	0,0	4,2	71,2	22,9	5,4	13,7	26,7	1,2	1,3
2005 Ene ^(p)	-38,0	-17,9	-17,1	2,5	-0,7	0,0	-4,8	5,6	-2,4	-0,4	1,4	10,8	-0,2	-3,5
Tasas de crecimiento														
2002 Dic	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dic	7,2	6,7	23,1	-30,7	41,5	-3,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 Mar	8,8	11,9	3,1	13,2	23,1	-3,9	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
Jun	6,2	10,1	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Sep	5,7	9,8	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
2004 Oct	5,6	8,7	-0,2	7,4	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9
Nov	5,1	8,1	-1,3	4,7	18,1	73,8	-12,8	4,0	6,3	-6,7	5,3	6,2	-2,4	-2,1
Dic	7,4	7,2	6,7	7,3	21,8	72,2	-0,8	4,4	6,8	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Ene ^(p)	7,9	8,3	6,0	10,0	16,8	17,0	-1,7	4,2	6,4	-4,5	4,7	5,9	-1,2	-3,5

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

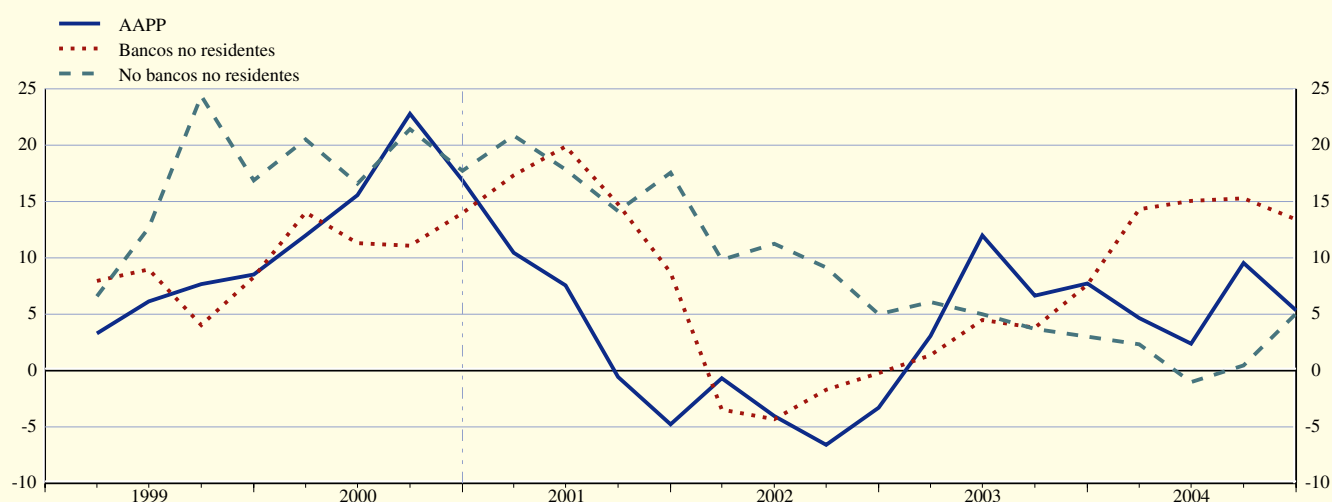
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 I	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
II	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
III	288,2	146,3	33,0	66,3	42,6	2.452,1	1.764,8	687,4	105,1	582,3
IV ^(p)	283,4	138,9	30,6	69,6	44,4	2.429,6	1.747,4	682,3	103,8	578,5
Operaciones										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	21,1	-1,3	22,4
2004 I	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
II	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
III	-4,9	-10,3	2,3	1,9	1,2	6,9	-4,6	11,5	3,1	8,4
IV ^(p)	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,8	63,0	46,4	16,4	-1,7	18,1
Tasas de crecimiento										
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dic	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 Mar	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Jun	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sep	9,5	13,2	5,1	3,3	11,4	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dic ^(p)	5,3	4,6	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

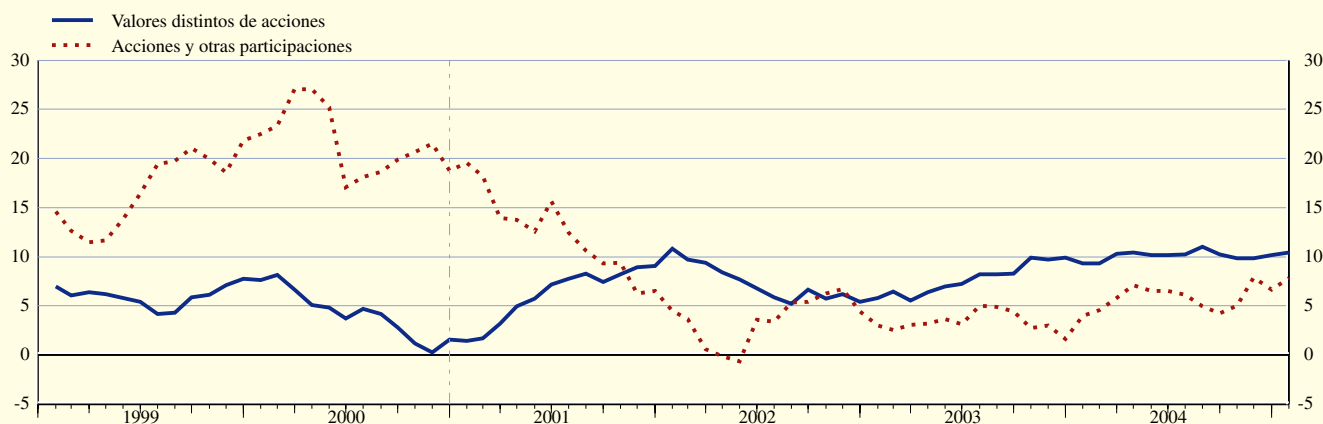
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
	Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 I	3.767,6	1.280,9	60,9	1.283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1.115,8	285,7	640,7	189,5
II	3.854,7	1.296,7	62,8	1.329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1.154,8	294,7	654,0	206,0
III	3.912,6	1.323,0	62,9	1.330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1.127,2	286,6	634,0	206,6
2004 Oct	3.941,0	1.344,2	62,2	1.323,0	20,3	432,8	17,6	740,9	1.134,8	287,4	637,6	209,8
Nov	3.970,1	1.353,6	61,3	1.327,6	18,4	438,9	17,2	753,0	1.176,2	294,2	650,5	231,5
Dic	3.935,2	1.364,8	59,5	1.280,0	15,8	449,0	16,3	749,8	1.160,7	289,3	657,7	213,8
2005 Ene ^(p)	4.029,7	1.363,1	65,2	1.317,6	18,9	452,2	16,3	796,3	1.193,3	293,3	669,4	230,6
Operaciones												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	324,7	90,9	4,1	78,9	0,8	52,3	1,7	95,9	16,1	7,2	19,5	-10,5
2004 I	156,7	61,3	1,3	45,1	1,4	4,8	-1,1	43,9	44,7	6,1	24,6	14,0
II	89,4	15,2	1,7	44,2	0,0	13,9	0,1	14,3	26,1	6,3	8,3	11,5
III	67,7	30,8	1,5	-1,0	-1,2	-1,9	-0,2	39,8	-26,3	-7,9	-19,7	1,4
2004 Oct	35,7	20,9	0,2	-7,4	4,7	2,7	0,3	14,3	5,6	0,4	2,8	2,5
Nov	41,6	9,1	0,4	4,3	-1,4	5,7	0,2	23,2	38,7	5,8	12,1	20,8
Dic	-25,3	11,4	-0,6	-48,3	-2,2	10,8	-0,5	4,2	-17,8	-5,4	5,8	-18,2
2005 Ene ^(p)	79,6	1,6	3,9	36,5	2,5	3,6	-0,6	32,1	31,4	3,5	12,4	15,5
Tasas de crecimiento												
2002 Dic	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dic	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,6	2,7	3,5	-5,7
2004 Mar	10,3	9,6	5,3	7,2	5,1	10,8	3,8	18,8	5,8	6,3	7,5	-0,2
Jun	10,1	9,5	6,6	8,5	9,7	10,2	1,5	15,3	6,5	6,4	5,3	11,1
Sep	10,3	10,7	12,5	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,6	4,2	2,7	3,2	9,8
2004 Oct	9,9	11,4	11,1	4,1	33,2	6,7	-2,7	20,2	5,0	2,2	4,4	11,1
Nov	9,9	11,5	9,9	3,5	21,5	6,8	-3,2	21,7	7,9	4,6	4,8	23,4
Dic	10,2	12,2	7,6	3,0	8,0	8,7	-7,0	21,9	6,6	1,9	5,5	18,2
2005 Ene ^(p)	10,4	11,1	10,2	4,7	24,0	9,6	-3,9	20,8	7,8	1,7	6,3	22,6

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

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

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

2. Saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 I	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
II	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
III	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
2004 Oct	-0,6	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2
Dic	-3,8	-1,9	-0,2	-1,7	-0,2	0,0	-0,2
2005 Ene ^(p)	-2,9	-1,3	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,9	-0,3	3,0	0,0	-1,2	-0,1	-1,8	19,4	8,0	5,0	6,4
2004 I	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	1,0	1,7
II	-8,5	-0,8	0,0	-5,0	-0,1	-0,8	0,0	-2,0	0,1	-0,7	0,1	0,7
III	2,2	-0,6	-0,1	1,5	0,0	0,7	0,0	0,6	-1,5	-0,1	-0,5	-0,9
2004 Oct	0,5	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	2,2	0,7	0,8	0,7
Nov	0,7	0,5	-0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,5	2,7	1,0	0,8	0,9
Dic	0,3	0,0	-0,1	1,4	-0,1	-1,2	0,0	0,3	2,4	0,6	1,4	0,5
2005 Ene ^(p)	2,5	0,3	0,1	1,1	0,1	-0,2	0,1	1,1	2,9	0,6	1,0	1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				Total			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP				USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 I	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
II	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,2	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
III	4.586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6.587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
IV ^(p)	4.702,3	91,4	8,6	5,1	0,4	1,4	1,1	6.777,3	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
	De no residentes en la zona del euro													
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 I	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
II	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
III	1.764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
IV ^(p)	1.747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	A residentes en la zona del euro													
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2003	4.193,8	-	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004 I	4.224,6	-	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
II	4.296,2	-	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4
III	4.356,4	-	-	-	-	-	-	8.213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4
IV ^(p)	4.460,4	-	-	-	-	-	-	8.364,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
	A no residentes en la zona del euro													
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 I	1.308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
II	1.322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
III	1.317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
IV ^(p)	1.336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

4. Valores distintos de acciones

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 II	2.959,5	232,6	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,1
III	3.085,6	248,3	1.405,3	65,3	1.340,0	932,3	234,6	126,3	138,8
IV	3.175,0	235,2	1.389,4	67,4	1.322,0	1.033,7	243,9	133,7	139,1
2004 I	3.353,6	266,5	1.433,9	70,3	1.363,6	1.102,8	262,6	136,7	151,2
II	3.366,1	244,8	1.429,4	69,2	1.360,2	1.117,1	277,1	139,7	157,9
III (p)	3.385,2	246,4	1.471,6	71,7	1.399,8	1.090,6	280,4	143,5	152,7

2. Pasivo

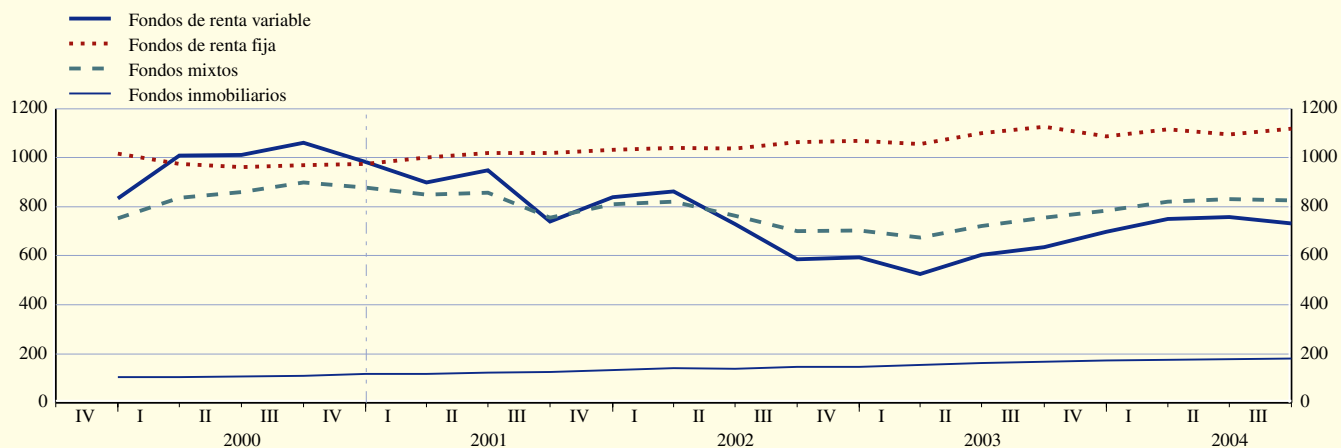
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	4
2003 II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
IV	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 I	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
II	3.366,1	50,3	3.189,0	126,7
III (p)	3.385,2	48,7	3.209,0	127,4

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

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

C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2003 II	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
III	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
IV	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 I	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
II	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
III ^(p)	732,3	31,5	32,8	3,5	29,3	618,7	24,4	-	25,0
Fondos de renta fija									
2003 II	1.099,6	82,4	927,9	33,0	894,9	31,1	20,9	-	37,3
III	1.127,0	93,6	934,7	30,7	904,1	29,1	21,7	-	47,9
IV	1.086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 I	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
II	1.094,4	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,5
III ^(p)	1.117,2	80,5	930,9	38,6	892,3	31,9	23,4	-	50,4
Fondos mixtos									
2003 II	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
III	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
IV	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 I	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
II	830,2	52,2	340,1	22,3	317,8	279,0	114,9	0,3	43,6
III ^(p)	825,5	52,3	347,7	21,8	325,8	270,6	115,3	0,3	39,4
Fondos inmobiliarios									
2003 II	161,4	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
III	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
IV	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 I	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
II	179,1	15,0	8,5	0,6	7,9	0,7	7,7	138,6	8,7
III ^(p)	181,5	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	142,3	8,0

2. Fondos según el tipo de inversor

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

Fuente: BCE.



CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	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										
2003 II	15.050,0	5.758,1	311,9	5.029,4	1.918,4	1.560,2	1.456,1	94,7	200,3	216,5	329,8
III	15.150,6	5.762,9	322,7	5.070,8	1.956,6	1.555,8	1.469,0	89,3	183,9	185,5	345,4
IV	15.553,8	5.882,0	352,4	5.183,3	2.027,5	1.559,2	1.511,4	85,2	153,6	192,8	348,4
2004 I	15.751,7	5.915,8	350,8	5.181,1	2.021,0	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	200,1	395,0
II	16.025,4	6.053,0	372,0	5.264,5	2.101,6	1.529,7	1.553,9	79,4	223,7	192,7	396,3
III	16.081,0	6.078,5	383,5	5.284,9	2.104,7	1.532,3	1.565,1	82,8	204,1	206,0	-
	Operaciones										
2003 II	206,8	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
III	129,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,2
IV	150,5	124,7	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 I	133,1	31,3	-1,6	-4,6	-7,2	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	40,7
II	285,9	136,4	21,2	83,1	78,8	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,8
III	108,5	30,0	11,5	24,8	4,7	5,4	11,3	3,4	-19,7	13,3	-
	Tasas de crecimiento										
2003 II	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	22,6
III	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,5
IV	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,5
2004 I	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	24,8
II	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,1
III	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	11,1	-

	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										
2003 II	1.936,3	165,6	1.770,7	3.587,9	1.751,5	1.836,4	404,6	3.767,7	3.399,5	368,1
III	1.927,6	166,6	1.760,9	3.624,6	1.764,0	1.860,6	408,7	3.835,6	3.464,2	371,4
IV	1.900,4	178,6	1.721,8	3.887,2	2.006,9	1.880,2	406,5	3.884,2	3.509,4	374,8
2004 I	1.915,2	179,7	1.735,5	3.976,2	2.047,5	1.928,7	420,8	3.944,5	3.562,0	382,5
II	1.954,7	197,5	1.757,2	4.024,9	2.109,3	1.915,6	423,9	3.992,8	3.607,7	385,1
III	1.958,7	191,9	1.766,8	3.995,0	2.087,6	1.907,4	424,3	4.048,8	3.660,8	388,0
Operaciones										
2003 II	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	60,9	57,4	3,5
III	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	59,4	57,1	2,3
IV	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	43,3	41,5	1,8
2004 I	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	68,4	60,7	7,7
II	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,5	51,1	48,5	2,7
III	0,3	-5,8	6,1	19,1	17,7	1,4	-2,2	59,1	56,2	2,9
Tasas de crecimiento										
2003 II	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,3	6,7	2,6
III	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,4	6,9	2,4
IV	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,6	6,9	3,7
2004 I	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,2
II	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,9
III	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,1

Fuente: BCE.

1) Incluye los depósitos en las Administraciones Centrales de la zona del euro (S.1311 del SEC 95), otros intermediarios financieros (S.123 del SEC 95) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125 del SEC 95).

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Total	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a											Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
		Total		Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2003 II	16.188,4	8.243,6	7.236,1	877,7	70,0	807,7	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
III	16.257,4	8.328,4	7.293,7	886,5	71,1	815,4	3.657,6	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
IV	16.586,7	8.469,2	7.397,1	957,2	81,0	876,2	3.660,7	1.164,7	2.496,0	3.851,2	287,4	3.563,8	266,5
2004 I	16.931,0	8.522,4	7.466,6	961,8	85,0	876,8	3.655,6	1.161,5	2.494,1	3.905,0	281,7	3.623,3	305,5
II	17.148,0	8.670,6	7.597,7	954,6	90,5	864,1	3.699,6	1.168,9	2.530,7	4.016,4	294,0	3.722,5	303,8
III	17.226,3	8.749,0	7.675,6	949,8	89,1	860,7	3.702,6	1.150,9	2.551,7	4.096,6	290,7	3.805,9	-
	Operaciones												
2003 II	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,6
III	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,9
IV	119,0	113,0	118,4	22,3	9,9	12,4	17,1	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 I	199,5	50,3	76,5	6,0	4,0	2,1	-13,6	-6,2	-7,4	57,9	-4,2	62,1	33,5
II	264,9	153,7	134,8	-8,8	5,5	-14,3	67,5	13,5	54,1	95,0	8,9	86,1	-2,0
III	137,7	83,1	86,3	-4,4	-1,4	-3,0	4,8	-15,4	20,3	82,7	-2,7	85,5	-
	Tasas de crecimiento												
2003 II	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,7
III	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
IV	4,8	5,0	4,6	3,6	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 I	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,0	3,3	7,5	0,4	8,1	22,5
II	4,5	4,8	5,4	3,2	29,1	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	20,9
III	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,1	-2,0	4,0	8,2	2,3	8,6	-

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Total	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras					
		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
	Saldos vivos									
2003 II	5.003,8	4.415,4	564,2	3.851,2	588,4	166,4	422,0	2.449,8	205,7	285,6
III	4.991,9	4.407,3	558,3	3.849,0	584,6	165,2	419,4	2.473,0	174,3	289,8
IV	4.919,2	4.328,2	539,7	3.788,5	591,0	164,3	426,7	2.726,3	181,7	290,4
2004 I	5.091,1	4.494,8	577,2	3.917,6	596,3	180,7	415,6	2.834,2	189,0	294,4
II	5.153,9	4.544,0	594,5	3.949,5	609,9	192,3	417,6	2.843,0	181,9	298,7
III	5.216,0	4.602,6	588,4	4.014,1	613,4	188,2	425,2	2.763,5	195,0	302,9
	Operaciones									
2003 II	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2
III	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2
IV	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1
2004 I	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0
II	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3
III	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	13,1	4,3
	Tasas de crecimiento									
2003 II	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8
III	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8
IV	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0
2004 I	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9
II	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8
III	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,8	5,8

Fuente: BCE.

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

3.3 Principales activos financieros y pasivos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

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

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2003 II	3.460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1.398,3	55,8	1.342,4
III	3.513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1.419,8	58,7	1.361,2
IV	3.623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1.447,7	59,9	1.387,8
2004 I	3.772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1.516,2	57,7	1.458,5
II	3.798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1.523,3	54,1	1.469,2
III	3.860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1.579,8	62,9	1.516,8
	Operaciones											
2003 II	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
III	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
IV	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 I	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
II	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
III	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
	Tasas de crecimiento											
2003 II	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
III	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
IV	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 I	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
II	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
III	6,8	7,5	6,9	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

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

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participa- ciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	350,5	1.137,7	-797,1	9,9	0,0	1.938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4
1998	411,5	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,6	1.290,5	-863,7	21,6	0,2	3.113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8
2000	485,7	1.389,6	-913,1	25,9	-16,7	2.911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,4
2001	459,8	1.441,3	-973,6	-10,0	2,0	2.597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9
2002	389,0	1.428,1	-1.021,8	-18,3	1,1	2.311,9	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,6
2003	391,8	1.440,3	-1.054,5	5,6	0,5	2.420,4	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	37,1

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	467,2	1.479,1	-1.021,8	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	419,5	1.469,0	-1.054,5	5,0	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	157,4	745,6	-597,4	354,6	69,3	-57,9	107,6	191,3	74,9	644,7	437,1	55,0	174,1	194,9

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
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,4	483,2	220,6	83,1	-1,0	211,3	431,2	672,3	213,2	211,1	4.712,8	14,3
2003	166,1	462,2	-291,1	530,5	224,2	16,6	83,6	229,8	436,4	693,8	260,2	257,9	4.853,6	14,3

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

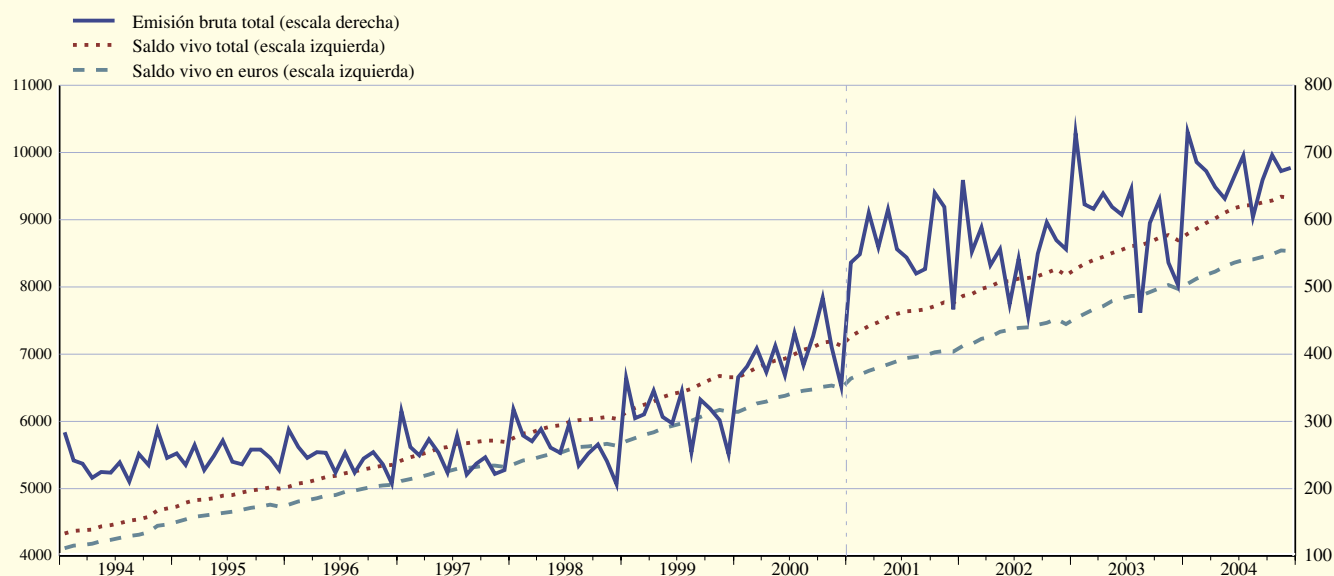
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 Dic	9.206,7	521,0	553,5	-32,5	8.698,3	503,0	557,4	-54,3	91,6	93,8	94,6	-55,4
2004 Ene	9.277,5	738,5	665,4	73,2	8.789,7	730,8	644,7	86,1	91,5	94,2	94,8	77,7
Feb	9.353,5	698,5	622,7	75,8	8.865,9	685,5	605,6	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
Mar	9.462,1	717,6	608,8	108,8	8.951,5	672,8	597,1	75,8	91,3	92,7	95,3	54,9
Abr	9.488,3	649,0	624,6	24,4	9.019,3	648,7	587,0	61,7	91,2	93,3	95,0	47,2
May	9.588,4	649,6	549,7	99,8	9.102,2	631,2	543,7	87,5	91,2	93,9	94,9	76,6
Jun	9.696,6	711,0	601,8	109,3	9.169,0	664,4	597,6	66,7	91,2	94,3	94,7	60,4
Jul	9.716,7	707,8	685,9	21,9	9.211,1	695,1	653,5	41,6	91,1	94,1	94,6	35,8
Ago	9.747,6	619,7	588,7	30,9	9.223,6	603,6	588,4	15,1	91,2	94,7	94,7	14,4
Sep	9.858,1	723,7	613,4	110,3	9.255,2	659,6	618,5	41,0	91,3	94,9	94,4	41,8
Oct	9.880,4	711,7	690,6	21,0	9.289,5	696,2	656,6	39,6	91,3	93,7	94,9	29,6
Nov	9.971,3	702,6	616,9	85,7	9.341,8	672,7	613,6	59,1	91,5	94,3	94,3	56,3
Dic	9.985,2	704,2	691,3	12,9	9.321,1	677,6	692,1	-14,5	91,5	95,3	95,2	-13,3
Largo plazo												
2003 Dic	8.348,3	119,3	120,5	-1,2	7.867,6	112,1	114,6	-2,5	91,7	90,4	93,1	-5,3
2004 Ene	8.405,8	195,8	137,6	58,2	7.915,2	178,4	139,1	39,3	91,6	92,9	90,9	39,2
Feb	8.491,2	193,5	109,1	84,3	7.997,9	182,7	98,8	84,0	91,7	92,2	88,0	81,6
Mar	8.553,2	213,5	150,8	62,7	8.063,5	189,6	132,7	56,9	91,4	86,8	94,1	39,7
Abr	8.594,6	163,8	124,1	39,6	8.114,3	155,5	110,2	45,3	91,3	88,5	94,7	33,3
May	8.696,6	175,0	72,3	102,7	8.198,5	156,7	67,9	88,8	91,3	89,3	90,9	78,2
Jun	8.782,8	204,2	120,0	84,1	8.270,9	181,0	112,3	68,7	91,3	92,9	92,2	64,6
Jul	8.818,8	190,3	152,7	37,6	8.306,7	173,4	138,6	34,8	91,2	91,8	93,7	29,3
Ago	8.846,2	87,2	60,2	26,9	8.322,3	75,3	58,2	17,1	91,2	86,9	91,4	12,2
Sep	8.939,1	191,1	99,5	91,6	8.370,1	156,4	102,2	54,2	91,3	91,6	88,8	52,5
Oct	8.973,3	173,9	140,1	33,8	8.388,6	158,1	132,2	25,9	91,3	88,1	93,7	15,4
Nov	9.048,2	167,8	96,7	71,1	8.441,2	154,2	93,9	60,3	91,4	89,1	92,1	50,9
Dic	9.082,4	147,5	114,0	33,5	8.458,0	134,7	109,9	24,8	91,5	91,7	89,8	24,8

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

(mm de euros)



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

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

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

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

1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2003	8.698	3.288	678	592	3.922	219	91,6	85,5	87,8	88,4	97,7	95,4
2004	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
2004 I	8.952	3.403	680	592	4.045	232	91,3	85,2	87,7	87,8	97,4	95,5
II	9.169	3.476	708	608	4.138	239	91,2	84,7	88,5	87,6	97,4	95,5
III	9.255	3.533	714	604	4.162	242	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
IV	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
2004 Sep	9.255	3.533	714	604	4.162	242	91,3	84,7	89,4	87,5	97,6	95,7
Oct	9.290	3.565	723	606	4.152	243	91,3	84,6	89,7	87,6	97,6	95,7
Nov	9.342	3.578	742	608	4.166	248	91,5	84,8	90,3	87,8	97,6	95,7
Dic	9.321	3.593	764	601	4.113	249	91,5	84,9	90,8	87,9	97,7	95,7
A corto plazo												
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
2004 I	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
II	898	378	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
III	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
IV	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
2004 Sep	885	370	6	100	405	5	91,2	82,1	96,1	95,7	98,5	82,8
Oct	901	384	6	99	407	4	91,3	82,5	96,0	95,4	98,6	83,4
Nov	901	391	6	98	400	5	92,1	84,2	95,1	95,6	99,0	89,9
Dic	863	400	7	90	362	4	91,7	83,8	93,9	95,8	99,5	85,1
Total a largo plazo ¹⁾												
2003	7.868	2.927	672	498	3.555	215	91,7	86,0	87,6	87,3	97,5	95,5
2004	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
2004 I	8.063	3.029	675	490	3.642	228	91,4	85,7	87,6	86,3	97,3	95,7
II	8.271	3.098	703	500	3.737	234	91,3	85,2	88,4	85,9	97,3	95,8
III	8.370	3.163	708	505	3.757	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
IV	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
2004 Sep	8.370	3.163	708	505	3.757	237	91,3	85,0	89,3	85,9	97,5	95,9
Oct	8.389	3.181	717	507	3.745	239	91,3	84,9	89,7	86,0	97,5	96,0
Nov	8.441	3.187	735	509	3.767	243	91,4	84,9	90,3	86,3	97,5	95,8
Dic	8.458	3.194	757	511	3.751	245	91,5	85,0	90,8	86,5	97,6	95,8
Del cual: emitidos a tipo fijo												
2003	6.120	1.885	407	423	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,8	97,4	95,4
2004	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
2004 I	6.249	1.926	412	414	3.324	173	91,6	84,9	80,4	85,7	97,3	95,5
II	6.366	1.943	419	419	3.409	177	91,5	84,5	81,3	85,1	97,3	95,6
III	6.393	1.950	414	417	3.431	181	91,6	84,1	82,5	85,4	97,4	95,8
IV	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
2004 Sep	6.393	1.950	414	417	3.431	181	91,6	84,1	82,5	85,4	97,4	95,8
Oct	6.372	1.944	415	418	3.414	181	91,6	84,0	82,9	85,5	97,4	95,8
Nov	6.393	1.937	422	418	3.432	185	91,6	83,9	83,7	85,7	97,4	95,6
Dic	6.389	1.931	425	418	3.430	186	91,8	84,1	84,3	85,9	97,5	95,6
Del cual: emitidos a tipo variable												
2003	1.591	959	261	58	261	51	91,3	87,5	98,8	89,5	97,5	95,8
2004	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6
2004 I	1.650	1.008	259	63	265	55	91,2	87,5	98,7	89,4	97,5	96,0
II	1.728	1.048	281	67	276	57	90,8	86,7	98,9	89,9	97,5	96,2
III	1.788	1.100	291	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,3
IV	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6
2004 Sep	1.788	1.100	291	74	267	56	90,7	86,7	99,0	87,8	97,5	96,3
Oct	1.826	1.123	299	75	272	57	90,6	86,6	99,0	88,1	97,6	96,4
Nov	1.857	1.136	310	77	275	59	90,8	86,7	99,1	88,5	97,6	96,5
Dic	1.886	1.145	328	80	274	59	90,9	86,8	99,1	88,9	97,7	96,6

Fuente: BCE.

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

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

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

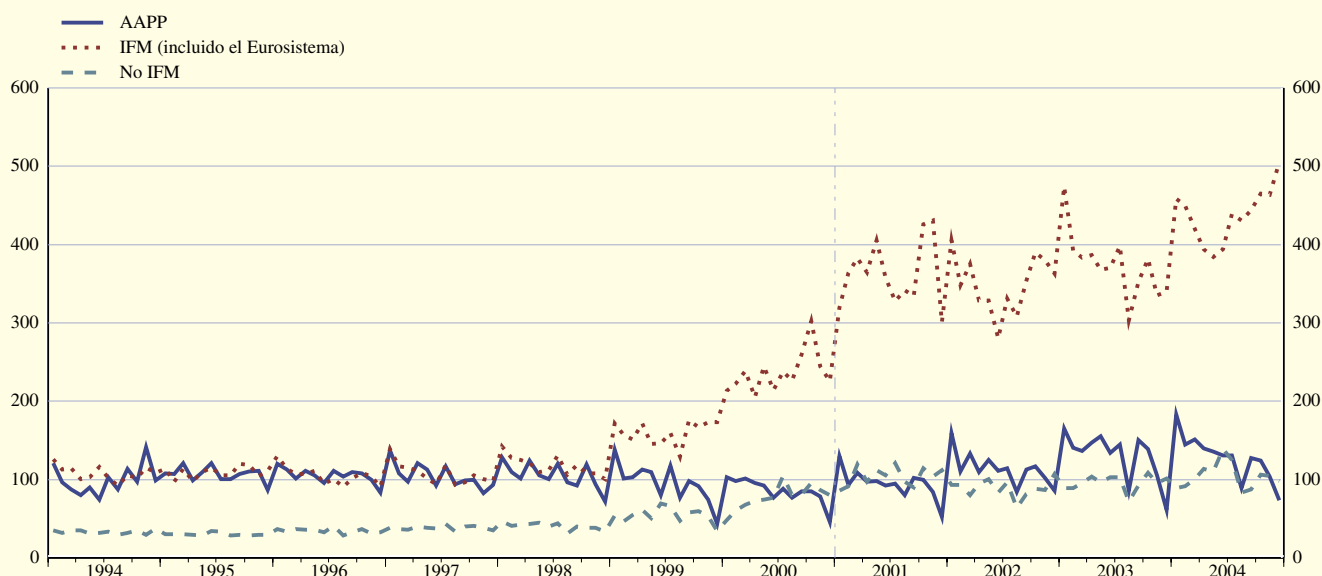
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						Largo plazo ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total						Tipo fijo a largo plazo					
2003	7.205,1	4.485,6	244,7	909,4	1.478,8	86,5	1.284,7	414,3	113,7	88,9	626,4	41,4
2004	8.038,1	5.248,3	226,4	1.026,1	1.457,1	80,2	1.194,7	407,8	78,0	59,4	614,0	35,4
2004 I	2.089,2	1.328,5	38,1	243,4	453,0	26,2	376,8	135,6	16,8	11,7	199,7	13,2
II	1.944,2	1.173,1	64,0	300,3	387,5	19,3	307,6	91,3	21,8	19,5	166,8	8,1
III	1.958,2	1.313,3	41,5	254,9	333,2	15,2	247,8	86,6	10,3	14,0	130,9	6,1
IV	2.046,5	1.433,4	82,8	227,5	283,4	19,4	262,4	94,4	29,1	14,3	116,6	8,0
2004 Sep	659,6	443,8	12,1	75,8	120,4	7,4	99,5	39,4	2,7	3,4	49,8	4,2
Oct	696,2	464,8	20,9	85,9	119,1	5,6	93,8	28,4	6,4	8,2	49,0	1,8
Nov	672,7	463,7	30,3	74,6	95,4	8,8	94,3	32,9	13,4	3,3	40,3	4,3
Dic	677,6	504,9	31,6	67,1	68,9	5,1	74,3	33,1	9,2	2,8	27,3	1,9
	Del cual: corto plazo						Tipo variable a largo plazo					
2003	5.331,9	3.698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,6	336,7	89,6	11,7	53,3	16,4
2004	6.142,0	4.381,9	42,9	930,3	755,6	31,3	611,2	401,0	105,3	31,6	59,7	13,5
2004 I	1.538,4	1.071,9	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,5	11,3	6,6	18,4	4,9
II	1.451,0	969,0	11,1	271,0	191,3	8,5	159,4	96,9	30,9	7,8	21,1	2,7
III	1.553,1	1.118,9	10,6	230,1	185,9	7,6	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
IV	1.599,5	1.222,2	11,2	204,4	154,7	7,0	169,1	103,3	42,5	7,3	11,7	4,4
2004 Sep	503,1	361,5	3,2	71,2	64,5	2,6	51,9	40,1	6,2	1,1	4,0	0,6
Oct	538,1	393,6	4,2	75,1	63,1	2,1	59,4	38,7	10,3	1,9	7,0	1,6
Nov	518,5	393,0	4,3	68,1	50,4	2,7	55,6	34,2	12,5	2,5	4,7	1,7
Dic	542,9	435,6	2,7	61,3	41,2	2,2	54,1	30,5	19,7	2,9	0,0	1,0

C14 Emisiones brutas de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

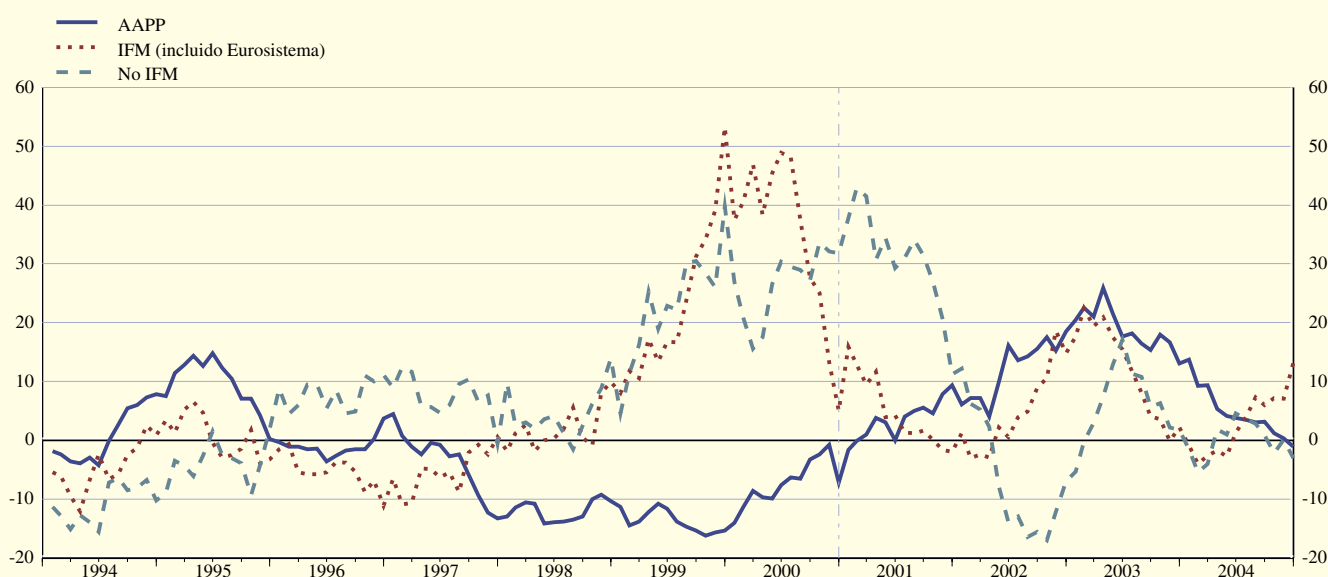
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Total						Corto plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Non-financial corporations	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
En todas las monedas												
2003	6,8	5,1	26,2	9,0	4,6	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,1	8,0	15,1	4,3	4,9	17,5	3,2	2,2	-10,5	0,7	4,9	22,1
2004 I	7,0	6,3	20,7	6,9	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
II	7,0	8,0	15,4	3,2	5,0	18,5	1,7	-1,7	-16,6	2,1	5,2	15,4
III	7,3	8,7	13,2	3,9	5,2	16,4	4,0	4,9	-11,1	3,9	3,1	27,2
IV	6,9	9,0	11,8	3,3	4,6	14,3	3,6	8,0	5,7	-1,4	0,5	41,3
2004 Jul	7,2	8,4	13,4	4,5	5,2	16,0	3,7	4,0	-17,4	4,8	3,3	17,3
Ago	7,4	8,9	12,9	3,7	5,4	16,8	4,8	7,3	-8,6	3,6	2,8	35,1
Sep	7,1	9,1	11,0	3,8	4,9	15,3	4,1	6,0	3,4	0,7	2,8	41,7
Oct	6,7	8,9	10,9	3,3	4,4	14,1	3,3	7,2	1,6	-2,4	0,9	38,6
Nov	6,9	8,7	12,4	3,4	4,5	14,2	3,1	7,1	5,0	-0,2	-0,2	53,1
Dic	7,3	9,6	13,2	2,4	4,9	14,0	4,8	13,2	16,9	-4,3	-1,3	22,8
En euros												
2003	6,5	3,9	32,0	10,0	4,4	24,9	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,7	3,6	5,0	17,2	3,0	1,7	-11,9	0,9	4,8	20,6
2004 I	6,8	5,3	24,7	7,0	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
II	6,7	6,7	19,0	2,6	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
III	6,9	7,1	17,0	2,8	5,3	16,3	3,0	2,5	-13,7	4,4	3,0	22,6
IV	6,6	7,7	15,3	2,2	4,6	14,4	3,4	7,9	0,7	-0,1	0,6	43,1
2004 Jul	6,8	6,9	17,4	3,4	5,3	15,9	2,7	1,7	-20,6	4,8	3,3	12,5
Ago	7,0	7,2	16,9	2,5	5,5	16,8	3,3	3,9	-11,0	4,2	2,6	30,7
Sep	6,8	7,8	14,5	2,7	5,0	15,4	3,4	4,3	-0,6	2,0	2,8	38,0
Oct	6,4	7,6	14,2	2,3	4,4	14,3	3,0	6,7	-2,5	-1,2	1,1	38,6
Nov	6,4	7,4	16,0	2,4	4,5	14,1	3,1	7,5	-0,2	1,2	-0,1	62,6
Dic	7,0	8,5	16,5	1,5	4,8	14,3	4,9	14,9	9,7	-2,5	-1,4	18,9

C15 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

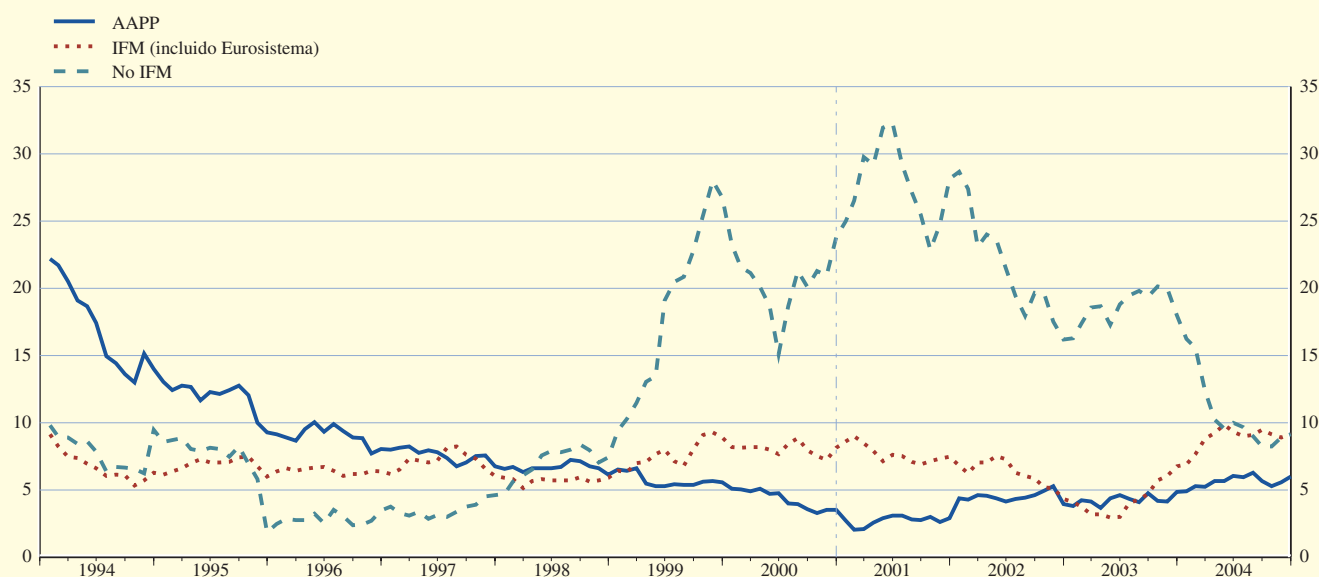
4.3 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2003	5,2	2,1	15,4	12,6	4,4	22,6	8,9	8,3	54,7	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,0	7,6	3,8	5,7	14,8	16,6	18,3	29,4	10,1	0,4	26,5
2004 I	5,7	3,0	12,6	9,9	5,3	18,4	13,9	15,2	37,9	-8,5	-4,3	33,4
II	5,5	3,8	9,5	3,6	5,8	15,2	16,2	18,8	27,4	-0,1	0,9	30,1
III	4,9	3,0	4,8	1,3	6,1	13,6	17,9	19,0	28,9	20,7	3,0	25,2
IV	4,3	2,3	4,1	0,8	5,6	12,5	18,1	20,0	24,8	32,0	2,1	18,8
2004 Jul	4,8	3,0	4,8	1,5	6,0	13,0	18,0	18,6	29,9	22,8	4,0	26,3
Ago	4,8	2,7	3,9	0,7	6,3	14,4	18,5	19,4	30,1	22,7	4,3	23,7
Sep	4,7	3,2	3,2	1,1	5,7	13,4	17,3	19,6	24,7	27,5	0,3	20,1
Oct	4,2	2,2	3,3	1,6	5,4	12,3	17,7	20,4	24,0	29,3	0,1	18,7
Nov	4,1	1,8	4,7	0,3	5,5	12,0	18,8	20,4	25,2	35,0	3,6	19,1
Dic	4,6	2,6	5,2	-0,3	5,9	13,0	18,3	18,9	25,5	36,0	4,8	17,2
En euros												
2003	4,6	0,1	20,7	13,1	4,2	21,3	9,1	7,7	54,7	-8,9	-9,2	43,7
2004	4,8	1,3	11,9	2,6	5,8	14,8	16,1	17,6	29,5	10,6	0,3	25,4
2004 I	5,5	1,6	17,1	9,7	5,4	17,7	13,5	14,4	37,7	-5,7	-4,5	31,9
II	5,2	2,0	13,9	2,3	5,8	15,0	15,8	18,2	27,4	2,2	0,9	28,8
III	4,7	1,2	9,1	-0,2	6,2	13,9	17,2	18,1	29,2	18,6	3,0	24,1
IV	4,0	0,3	8,2	-0,8	5,6	12,8	17,5	19,4	25,1	29,8	2,0	18,2
2004 Jul	4,7	1,3	9,3	0,3	6,2	13,3	17,3	17,5	30,2	19,8	4,0	25,2
Ago	4,7	0,8	8,2	-0,8	6,4	14,8	17,8	18,4	30,3	19,7	4,4	22,6
Sep	4,4	1,3	7,3	-0,6	5,9	13,9	16,8	19,2	24,9	25,1	0,2	19,0
Oct	3,9	0,3	7,0	0,3	5,5	12,8	17,1	19,9	24,3	26,8	0,1	17,8
Nov	3,7	-0,3	9,1	-1,2	5,4	12,1	18,2	19,7	25,6	32,6	3,6	18,2
Dic	4,3	0,8	9,4	-1,9	5,9	13,1	17,7	18,0	25,8	34,9	4,9	18,0

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

(tasas de variación)



Fuente: BCE.

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

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

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

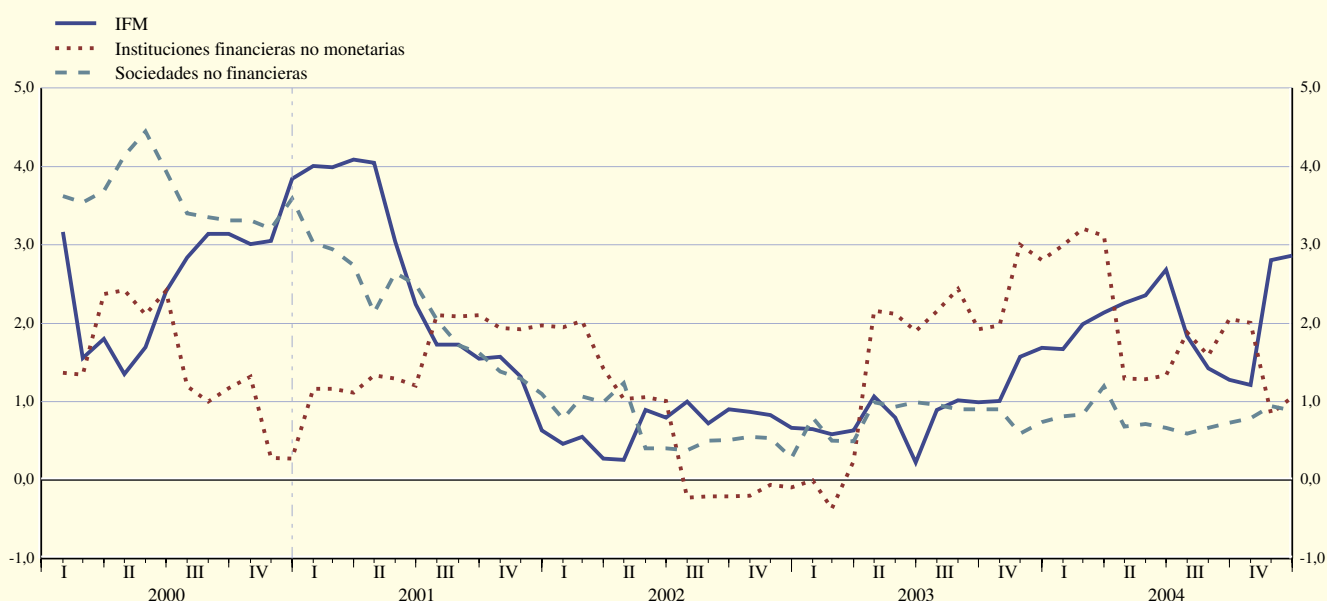
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter- anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Dic	3.118,3	100,3	0,3	450,7	0,7	283,6	-0,1	2.384,0	0,3
2003 Ene	2.978,4	100,3	0,7	425,8	0,6	261,1	0,0	2.291,5	0,8
Feb	2.885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2.189,0	0,5
Mar	2.763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2.114,3	0,5
Abr	3.113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2.349,8	1,0
May	3.145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2.377,7	0,9
Jun	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
Jul	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2.507,6	1,0
Ago	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
Sep	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
Oct	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
Nov	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
Dic	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 Ene	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
Feb	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
Mar	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
Abr	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
May	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
Jun	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2.845,7	0,7
Jul	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
Ago	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
Sep	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
Oct	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,0	0,8
Nov	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2.896,2	0,9
Dic	4.034,5	102,6	1,2	643,7	2,9	406,4	1,1	2.984,4	0,9

C17 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

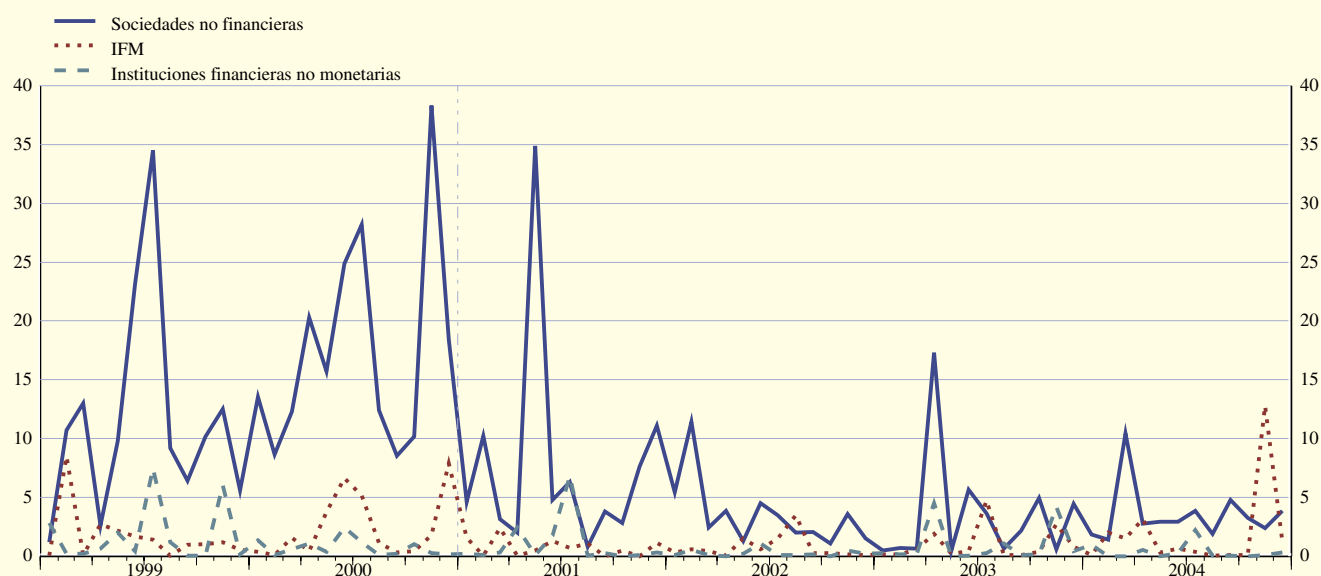
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	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 Dic	1,8	1,6	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	1,5	1,6	-0,1
2003 Ene	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Feb	1,0	1,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
Mar	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
Abr	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
May	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Jun	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Jul	8,6	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
Ago	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
Sep	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
Oct	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dic	5,7	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,6	3,8
2004 Ene	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Feb	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
Mar	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
Abr	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
May	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Jun	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
Jul	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Ago	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
Sep	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Oct	3,4	0,4	3,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,3	0,3	2,9
Nov	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
Dic	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4

C18 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 Ene	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95
Feb	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98
Mar	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,60	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98
Abr	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95
May	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Jun	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98
Jul	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99
Ago	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
Sep	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
Oct	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00
Nov	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02
Dic	0,73	1,95	2,19	2,32	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ³⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ³⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 Ene	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18
Feb	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
Mar	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
Abr	9,73	7,35	6,64	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
May	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Jun	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Jul	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Ago	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sep	9,59	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Oct	9,53	7,37	6,87	8,34	7,98	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov	9,47	7,42	6,85	8,23	7,97	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
Dic	9,51	7,24	6,60	7,67	7,71	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,66

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2004 Ene	5,67	4,01	4,88	4,87	3,02	3,39	4,29
Feb	5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
Mar	5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
Abr	5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
May	5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Jun	5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Jul	5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Ago	5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
Sep	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45
Oct	5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
Nov	5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
Dic	5,26	3,98	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10

Fuente: BCE.

- 1) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 2) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.
- 3) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1), 2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,08	4,28	1,95
Feb	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,08	4,22	1,97
Mar	0,70	1,92	3,32	2,00	2,60	0,86	2,07	4,17	1,93
Abr	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,08	4,17	1,92
May	0,70	1,89	3,28	2,00	2,56	0,86	2,07	4,15	1,93
Jun	0,70	1,88	3,27	2,00	2,55	0,87	2,08	4,12	1,94
Jul	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,86	2,09	4,11	1,96
Ago	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,12	4,03	1,97
Sep	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
Oct	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,11	3,89	1,98
Nov	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
Dic	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,76	2,02

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

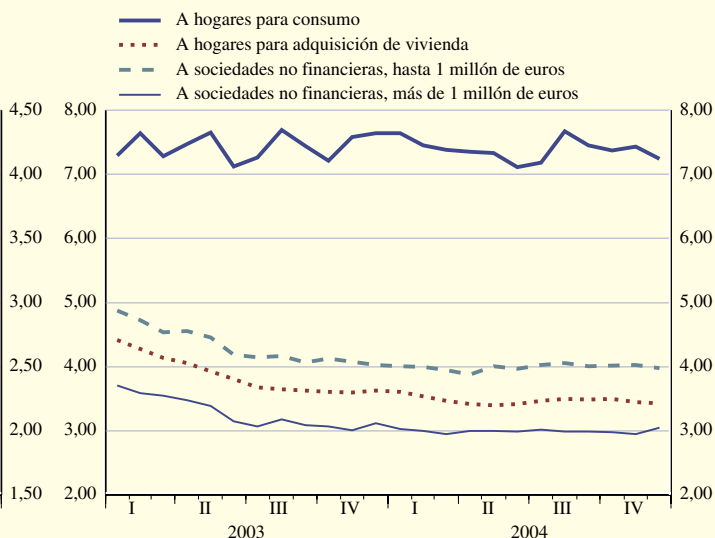
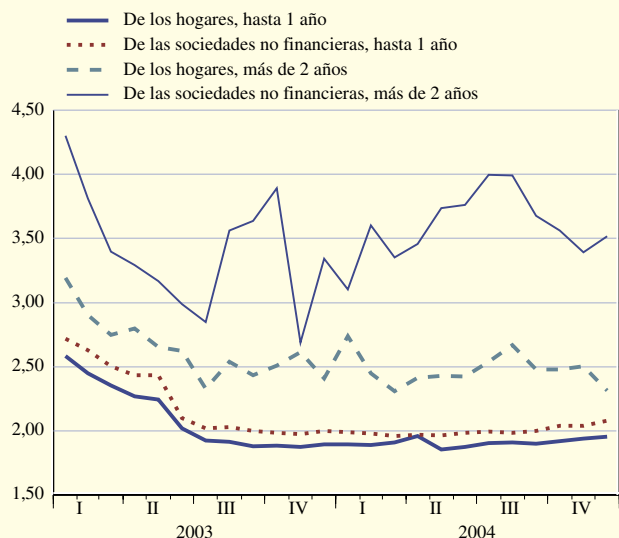
	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 Ene	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
Feb	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
Mar	4,98	4,82	5,03	8,05	7,16	5,89	4,56	3,96	4,61
Abr	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
May	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
Jun	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,47	3,89	4,53
Jul	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
Ago	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
Sep	4,82	4,58	4,90	8,06	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52
Oct	4,69	4,53	4,88	8,05	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48
Nov	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,96	4,48
Dic	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44

C19 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del periodo)



Fuente: BCE.

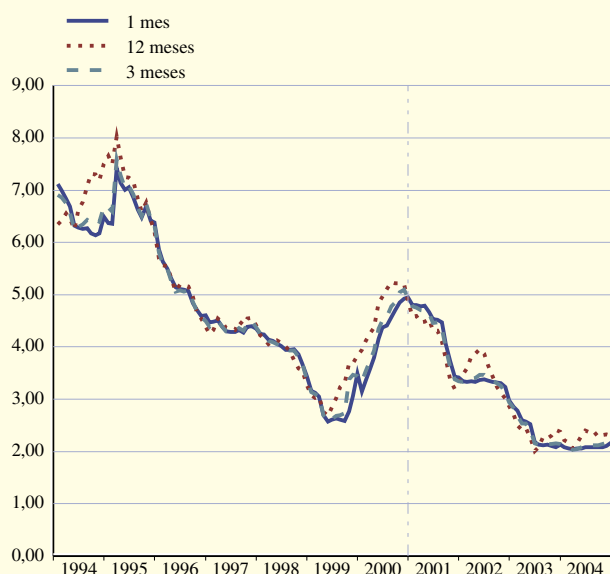
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2003 IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 I	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
II	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
III	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
IV	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2004 Feb	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
Mar	2,01	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05
Abr	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
May	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Jun	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Jul	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Ago	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
Sep	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
Oct	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
Nov	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
Dic	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Ene	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Feb	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05

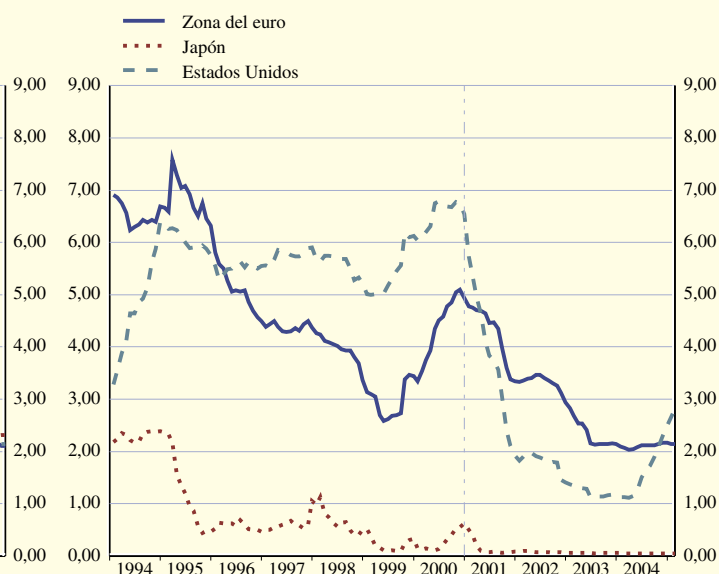
C21 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C22 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

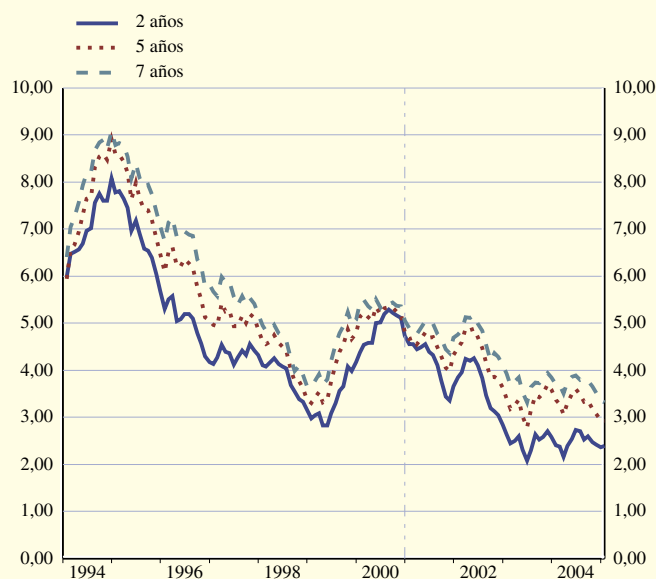
4.7 Rendimientos de la deuda pública

(en porcentaje; medias del periodo)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2003 IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
II	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
III	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
IV	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2004 Feb	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
Mar	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	1,35
Abr	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
May	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Jun	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
Jul	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Ago	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
Sep	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
Oct	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
Nov	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
Dic	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Ene	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Feb	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40

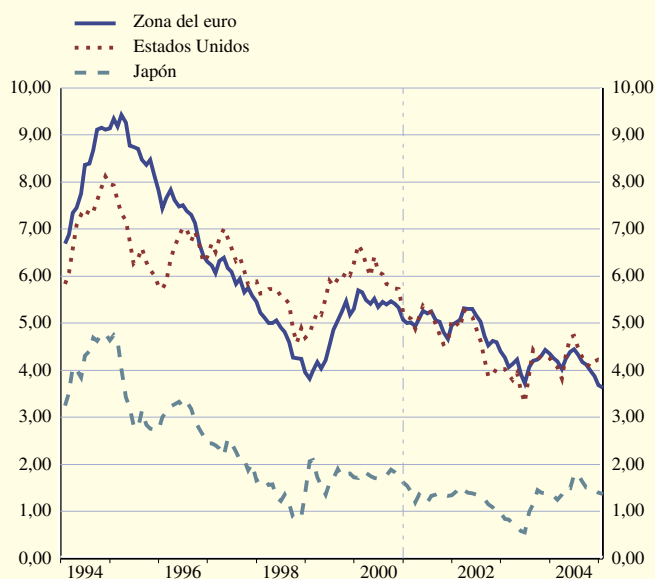
C23 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro

(mensuales; en porcentaje)



C24 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

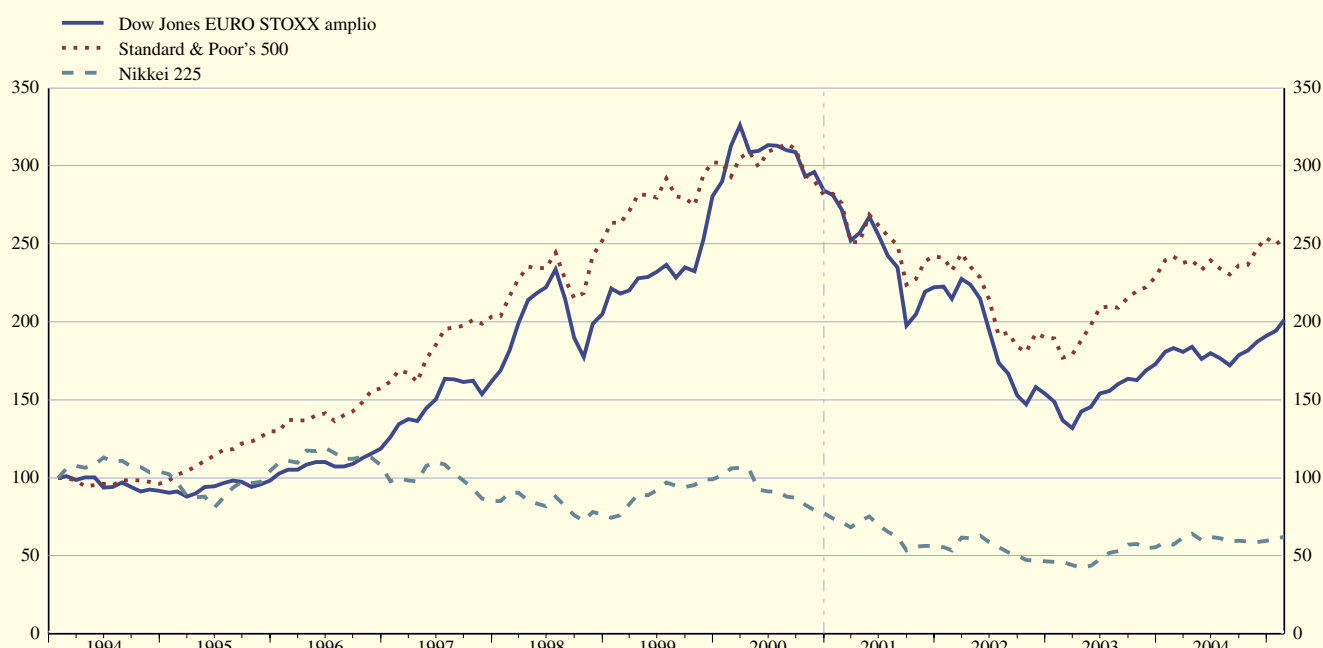
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2003 IV	233,0	2.614,3	233,7	160,2	211,2	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,1	10.423,3
2004 I	251,6	2.846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,7	10.996,9
II	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
III	244,0	2.708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
IV	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2004 Feb	253,9	2.874,8	244,7	168,4	224,1	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,5	10.618,6
Mar	250,5	2.829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.441,1
Abr	255,0	2.860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1.133,4	11.962,8
May	244,4	2.728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,6	11.141,0
Jun	249,8	2.792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,9	11.527,7
Jul	245,2	2.730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,7	11.390,8
Ago	238,9	2.646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3
Sep	248,0	2.748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,5	11.076,8
Oct	252,1	2.794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1.118,1	11.028,9
Nov	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5
Dic	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3
2005 Ene	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,2
Feb	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7

C25 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo

	Total				Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios
% del total ¹⁾	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2003 IV	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,6
2004 I	114,4	1,7	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
II	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
III	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
IV	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,2	1,8	0,6
2004 Sep	116,1	2,1	1,8	2,6	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Oct	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
Nov	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,3	0,1	-1,2	0,2
Dic	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,7	0,0	-1,8	0,3
2005 Ene ²⁾	116,2	1,9	1,6	2,4	-0,2	-0,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1
Feb	.	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2003 IV	3,7	3,8	3,6	0,9	0,8	1,6	2,3	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2004 I	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
II	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
III	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
IV	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2004 Sep	1,4	3,3	-1,5	2,0	0,8	6,4	2,5	1,9	2,7	-2,8	2,5	5,2
Oct	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,7	-2,5	2,4	5,2
Nov	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4
Dic	2,0	3,2	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 Ene	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En el año 2005.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

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

3. Costes laborales por hora⁵⁾

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

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

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costes laborales unitarios ¹⁾							
2000	100,0	1,2	1,3	-0,7	1,1	0,0	3,0	1,8
2001	102,5	2,5	3,9	2,4	3,5	0,9	3,6	3,0
2002	104,8	2,2	0,2	0,7	2,4	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	4,2	1,0	4,7	2,2	1,6	2,9
2003 III	107,3	2,3	6,2	1,6	5,0	1,7	0,9	3,8
IV	107,1	1,5	3,2	0,1	4,4	2,1	1,6	2,0
2004 I	107,2	1,0	-3,8	0,1	1,8	0,8	1,9	2,0
II	107,5	0,4	-4,5	-2,4	1,3	-0,7	1,3	2,4
III	107,4	0,1	-3,1	-1,8	2,7	0,0	2,1	0,3
	Remuneración por asalariado							
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,9	2,9	2,1	2,7	3,0	2,7	2,5	3,1
2002	105,5	2,5	2,9	2,4	3,0	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,1	3,3	3,3	2,0	1,6	2,3
2003 III	108,5	2,5	2,7	3,3	3,5	1,5	1,2	3,2
IV	108,7	2,2	2,8	3,3	3,3	1,6	1,5	2,1
2004 I	109,5	2,3	-0,2	3,9	2,8	1,5	1,0	2,5
II	110,1	2,2	0,7	3,0	1,8	1,1	1,2	3,3
III	110,1	1,5	4,2	2,2	2,5	1,4	1,3	0,9
	Productividad del trabajo ²⁾							
2000	100,0	1,5	0,8	4,1	1,5	1,7	-0,6	1,0
2001	100,3	0,3	-1,7	0,3	-0,5	1,8	-1,1	0,2
2002	100,6	0,3	2,7	1,7	0,6	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-1,0	2,3	-1,4	-0,1	0,0	-0,5
2003 III	101,1	0,2	-3,3	1,7	-1,4	-0,2	0,2	-0,5
IV	101,5	0,7	-0,4	3,2	-1,1	-0,5	-0,1	0,1
2004 I	102,1	1,3	3,7	3,8	1,0	0,8	-0,9	0,5
II	102,4	1,9	5,4	5,6	0,6	1,8	-0,1	0,9
III	102,5	1,4	7,5	4,1	-0,2	1,4	-0,8	0,6

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

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

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2001	6.345,3	150,4	1.407,3	351,5	1.349,9	1.721,2	1.365,0	212,2	717,2
2002	6.569,3	147,5	1.432,4	365,5	1.393,4	1.796,4	1.434,1	222,7	739,0
2003	6.734,1	151,1	1.440,1	373,0	1.419,3	1.866,6	1.484,0	231,3	768,8
2004	6.983,1	153,4	1.491,2	394,5	1.464,7	1.950,9	1.528,5	240,9	800,6
2003 IV	1.703,3	38,7	363,5	94,8	357,9	473,6	374,7	57,9	195,2
2004 I	1.724,4	38,7	366,9	96,4	362,9	480,4	379,2	59,2	198,2
II	1.746,5	38,7	373,9	98,5	365,8	486,7	383,0	61,0	198,2
III	1.751,4	38,0	375,2	98,9	368,1	490,1	381,1	59,9	201,5
IV	1.760,8	38,0	375,3	100,6	367,9	493,8	385,2	60,8	202,6
en porcentaje del valor añadido									
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	21,0	27,9	21,9	-	-
Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)									
tasas de variación intertrimestral									
2003 IV	0,4	1,5	0,8	0,1	0,0	0,2	0,5	-0,7	0,4
2004 I	0,7	4,1	0,8	0,6	1,2	0,4	0,1	0,8	0,9
II	0,7	0,4	1,1	0,5	0,8	0,8	0,3	1,3	-1,7
III	0,1	0,9	-0,1	-0,7	0,5	-0,1	0,2	-0,6	1,6
IV	0,2	0,5	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,9	0,3
tasas de variación interanual									
2001	1,8	-2,4	0,6	-0,1	3,2	2,7	1,5	4,7	1,3
2002	1,0	0,5	0,4	-0,2	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,5
2003	0,5	-3,5	0,2	-1,5	0,4	1,3	0,7	1,5	1,6
2004	1,8	5,0	2,2	0,8	2,4	1,5	1,1	1,6	1,5
2003 IV	0,7	-2,0	0,9	-1,0	0,4	1,2	0,8	0,2	2,0
2004 I	1,4	2,5	1,3	0,8	1,8	1,3	0,9	0,9	3,3
II	2,4	4,8	3,6	1,1	2,8	2,0	1,2	2,1	0,3
III	1,9	7,0	2,6	0,6	2,5	1,3	1,1	0,9	1,2
IV	1,7	5,9	1,2	0,8	2,6	1,5	1,2	2,5	1,1
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales									
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,7	0,3	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,1	-	-
2004	2,1	0,1	0,5	0,0	0,5	0,4	0,2	-	-
2003 IV	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 I	1,4	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,2	-	-
II	2,4	0,1	0,8	0,1	0,6	0,5	0,2	-	-
III	1,9	0,2	0,6	0,0	0,6	0,4	0,2	-	-
IV	1,7	0,1	0,3	0,0	0,6	0,4	0,3	-	-

Fuente: Eurostat.

1) La utilización de servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) se trata como consumo intermedio que no se distribuye por ramas.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción	Industria manufacturera
		Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,2	0,7	-0,8
2003	0,2	100,2	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0	0,0
2004	.	102,1	1,9	1,9	1,9	3,0	0,5	-0,3	0,6	2,2	.	2,0
2004 I	1,4	101,3	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	2,0	1,3	1,0
II	3,3	102,3	3,1	3,2	2,7	4,9	1,6	3,0	1,3	2,8	-0,1	3,3
III	2,9	102,6	2,9	3,0	3,1	5,2	0,5	-0,6	0,7	2,4	-0,3	3,1
IV	.	102,1	0,8	0,4	1,2	1,3	-0,5	-4,1	0,2	1,7	.	0,6
2004 Jul	2,6	102,7	2,6	2,8	3,5	3,9	0,2	0,5	0,1	1,6	0,2	2,8
Ago	3,2	102,1	2,1	2,4	2,3	5,0	0,5	-1,2	0,7	1,4	0,7	2,6
Sep	3,1	102,9	3,7	3,6	3,3	6,4	0,8	-1,4	1,2	4,2	-1,6	3,7
Oct	.	102,2	1,0	1,0	1,2	4,2	-1,1	-2,9	-0,8	-1,4	.	1,1
Nov	.	101,8	0,4	-0,3	0,8	0,3	-0,8	-4,6	-0,1	2,7	.	-0,1
Dic	.	102,3	1,0	0,5	1,7	-0,7	0,7	-5,1	1,7	3,6	.	0,7
	tasas de variación intermensual (d.)											
2004 Jul	0,4	-	0,3	0,4	0,9	0,1	0,3	0,9	0,2	-0,1	0,4	0,4
Ago	-0,1	-	-0,6	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6	-3,0	-0,1	0,6	-1,4	-0,6
Sep	-0,1	-	0,7	0,6	0,2	1,0	0,2	0,5	0,1	0,1	-0,9	0,6
Oct	.	-	-0,7	-0,7	-0,4	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-1,6	.	-0,8
Nov	.	-	-0,3	-0,6	0,0	-1,7	-0,2	-1,3	0,0	0,1	.	-0,6
Dic	.	-	0,5	0,5	0,8	-0,4	1,0	-0,5	1,2	1,7	.	0,7

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total		Total	Total [índice (d.) 2000=100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Total (d.) miles ³⁾	Total
										Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	102,3	0,5	0,9	-0,6	-1,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,3	0,5	101,0	-0,3	1,8	102,6	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	106,7	8,8	105,8	4,9	1,0	102,7	0,1	-0,2	0,2	-0,2	1,7	922	1,1
2004 I	100,9	4,6	103,8	2,5	1,0	102,9	0,4	0,4	0,3	-1,9	2,1	911	0,8
II	108,0	12,6	105,9	6,3	1,1	102,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	2,4	928	3,1
III	106,1	7,9	106,5	5,7	0,9	102,6	0,0	-0,8	0,6	0,8	1,8	903	-3,5
IV	111,8	10,1	107,0	5,0	0,9	102,7	0,1	0,0	-0,1	0,4	0,6	944	3,6
2004 Ago	105,3	10,8	105,4	9,5	1,6	102,4	0,0	-1,8	1,3	2,1	2,1	873	-9,4
Sep	107,1	8,1	108,2	6,1	0,5	102,3	-0,4	-0,9	0,1	-0,7	1,2	927	-0,6
Oct	107,3	0,5	104,6	1,6	0,1	102,7	-0,6	-1,0	-0,4	-1,8	0,7	948	3,9
Nov	109,2	12,8	108,3	8,4	1,2	102,7	0,5	0,3	0,4	2,6	0,8	954	4,8
Dic	118,8	17,4	108,1	5,1	1,0	102,6	0,4	0,6	0,0	0,8	1,0	928	1,9
2005 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	924	1,6
	tasas de variación intermensual (d.)												
2004 Ago	-	-0,5	-	-0,7	0,0	-	-0,6	-1,3	-0,4	-1,8	-0,5	-	-4,2
Sep	-	1,8	-	2,7	-0,3	-	-0,1	0,2	-0,1	-1,3	0,1	-	6,3
Oct	-	0,2	-	-3,3	0,2	-	0,3	0,3	0,2	1,3	-0,1	-	2,3
Nov	-	1,8	-	3,6	0,5	-	0,0	0,4	-0,3	-0,2	-0,6	-	0,6
Dic	-	8,8	-	-0,2	-0,2	-	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,4	-	-2,7
2005 Ene	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-0,5

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 (cálculos del BCE basados en datos de AEFA, Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) En el año 2000.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 62,6% del total de las manufacturas en el año 2000.

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

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

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

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

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

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,3	15,7	4,6	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,417	2,2	2,5	0,5	-1,5	0,6	1,9	3,0	5,9	1,5
2001	133,184	1,3	1,6	0,2	-0,5	0,3	0,5	1,4	3,8	1,3
2002	133,960	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,3	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,212	0,2	0,2	0,1	-2,3	-2,0	0,0	0,5	1,3	1,2
2003 III	134,148	0,2	0,2	0,2	-2,0	-2,0	0,0	0,8	1,2	1,1
IV	134,100	0,1	0,1	0,4	-1,6	-2,2	0,0	1,0	1,1	0,7
2004 I	134,258	0,2	0,0	1,2	-1,2	-2,4	-0,3	1,1	2,3	0,4
II	134,529	0,3	0,1	1,2	-0,4	-1,8	0,7	0,9	2,2	0,2
III	134,785	0,4	0,2	1,5	-0,3	-1,5	0,9	0,9	2,1	0,4
tasas de variación intertrimestral (d.)										
2003 III	0,050	0,0	-0,1	0,7	-0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,7	-0,1
IV	-0,048	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,1	0,4	0,1
2004 I	0,158	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	1,0	0,1
II	0,271	0,2	0,2	0,4	0,1	0,0	1,2	0,3	0,0	0,2
III	0,256	0,2	0,1	0,9	-0,1	-0,2	-0,1	0,5	0,6	0,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,6		21,4		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,126	8,0	8,570	7,0	2,557	15,8	5,358	6,8	5,768	9,7
2002	11,851	8,4	9,215	7,4	2,636	16,4	5,860	7,3	5,991	9,9
2003	12,589	8,9	9,847	7,8	2,742	17,2	6,310	7,9	6,279	10,2
2004	12,701	8,9	9,985	7,9	2,716	17,1	6,354	7,9	6,347	10,2
2003 IV	12,673	8,9	9,959	7,9	2,714	17,2	6,340	7,9	6,333	10,2
2004 I	12,748	9,0	10,051	8,0	2,697	17,0	6,341	7,9	6,407	10,3
II	12,609	8,8	9,877	7,8	2,733	17,2	6,335	7,9	6,274	10,1
III	12,644	8,9	9,910	7,8	2,734	17,2	6,347	7,9	6,297	10,1
IV	12,641	8,8	9,900	7,8	2,741	17,3	6,345	7,9	6,296	10,1
2004 Jul	12,624	8,8	9,900	7,8	2,724	17,2	6,337	7,9	6,288	10,1
Ago	12,653	8,9	9,914	7,8	2,739	17,2	6,351	7,9	6,302	10,1
Sep	12,656	8,9	9,916	7,8	2,740	17,2	6,354	7,9	6,302	10,1
Oct	12,622	8,8	9,888	7,8	2,734	17,2	6,340	7,9	6,282	10,1
Nov	12,636	8,8	9,897	7,8	2,739	17,2	6,341	7,9	6,295	10,1
Dic	12,664	8,9	9,916	7,8	2,748	17,3	6,354	7,9	6,310	10,1

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

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

2) Ocupados en el año 2003, parados en el año 2004.

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

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos

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

2. Zona del euro - empleos

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

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

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

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

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

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

1) Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por la venta de licencias UMTS en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen estos ingresos es igual a 0,1% del PIB). Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,7	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
2002	69,4	57,8	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,6	26,4	28,8	69,7	1,0

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	65,8	53,3	44,6
2001	108,0	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	66,1	55,8	43,8
2002	105,4	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	65,7	58,4	42,6
2003	100,0	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,3	54,1	64,5	60,3	45,6

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

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

6.3 Variaciones de la deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro - ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

8) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

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

11) Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro - recursos, datos trimestrales

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 I	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
II	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
III	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
IV	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 I	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
II	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
III	44,9	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
IV	51,3	50,7	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 I	43,0	42,5	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
II	47,7	47,2	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,0
III	44,4	44,0	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
IV	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,3
2002 I	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
II	46,4	45,8	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	41,9
III	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
IV	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 I	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,2
II	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
III	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	1,9	0,7	0,5	0,3	40,2
IV	51,0	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,8	1,1	0,3	45,3
2004 I	42,2	41,7	9,8	13,0	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,8
II	45,6	45,0	12,4	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7
III	43,5	43,1	11,0	12,8	15,7	2,0	0,7	0,4	0,3	39,9

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

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes			Inversión	Transf. de capital			
							Beneficios sociales	Subven- ciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 I	47,7	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
II	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
III	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
IV	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 I	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
II	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
III	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
IV	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 I	45,9	42,5	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
II	47,1	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
III	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
IV	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 I	46,5	43,0	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,0
II	47,6	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
III	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,7	2,6	1,1	-3,2	0,5
IV	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 I	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,5	-0,8
II	48,3	44,8	10,7	4,8	3,5	25,8	22,4	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,4
III	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	25,6	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,0	-0,5
IV	52,5	47,7	11,3	5,8	3,3	27,4	23,8	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 I	46,6	43,3	10,4	4,3	3,4	25,2	21,9	1,1	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,1
II	47,4	44,0	10,6	4,8	3,3	25,4	22,1	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,8	1,5
III	47,0	43,6	10,1	4,6	3,4	25,5	22,1	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,1

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

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

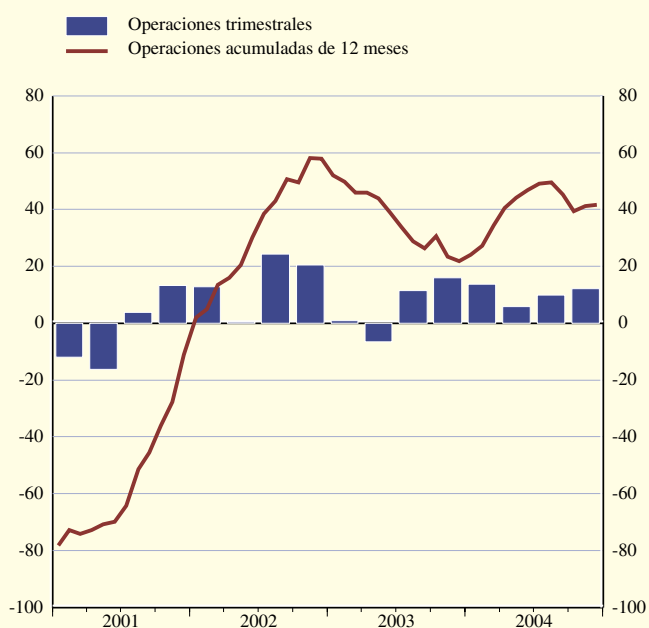
(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2004	41,6	105,7	21,6	-32,2	-53,6	15,7	57,3	-4,2	-36,4	54,7	-2,8	-32,1	12,4	-53,1
2003 IV	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
2004 I	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
II	5,8	31,5	9,6	-18,9	-16,4	4,0	9,9	-0,2	-12,9	21,7	-0,4	-5,7	-2,8	-9,7
III	9,9	24,6	8,1	-5,1	-17,6	4,1	14,0	-4,1	5,3	3,6	-4,4	-11,9	3,4	-9,9
IV	12,2	21,0	3,8	-0,1	-12,5	4,0	16,2	12,3	-5,2	32,5	-4,5	-13,0	2,4	-28,5
2003 Dic	6,1	8,4	2,4	-1,9	-2,8	5,1	11,2	-22,6	-8,9	-27,4	-6,2	12,6	7,3	11,4
2004 Ene	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
Feb	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
Mar	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
Abr	-0,2	9,8	1,8	-7,8	-4,0	0,8	0,6	-17,5	-1,9	-7,6	-1,1	-4,3	-2,7	17,0
May	1,6	10,2	4,0	-6,6	-5,8	2,3	4,0	11,4	0,0	-0,5	-0,8	12,1	0,7	-15,4
Jun	4,4	11,6	3,8	-4,4	-6,5	0,9	5,3	6,0	-11,0	29,8	1,5	-13,5	-0,8	-11,3
Jul	4,6	13,8	3,0	-6,0	-6,2	1,4	6,0	-18,1	-4,5	-41,4	-0,8	28,5	0,2	12,1
Ago	3,8	5,8	2,2	1,0	-5,2	1,6	5,4	5,1	7,3	1,1	-6,4	-0,6	3,7	-10,5
Sep	1,5	5,0	2,9	-0,2	-6,2	1,1	2,6	8,9	2,5	43,9	2,8	-39,8	-0,5	-11,5
Oct	1,2	7,7	2,4	-3,3	-5,6	0,6	1,8	-21,5	-11,6	6,2	-3,3	-13,8	0,9	19,7
Nov	4,4	5,9	1,0	2,0	-4,5	1,0	5,4	29,3	-0,8	-10,8	1,9	39,2	-0,1	-34,7
Dic	6,6	7,5	0,5	1,1	-2,5	2,4	9,0	4,5	7,3	37,1	-3,0	-38,5	1,6	-13,5
operaciones acumuladas de 12 meses														
2004 Dic	41,6	105,7	21,6	-32,2	-53,6	15,7	57,3	-4,2	-36,4	54,7	-2,8	-32,1	12,4	-53,1

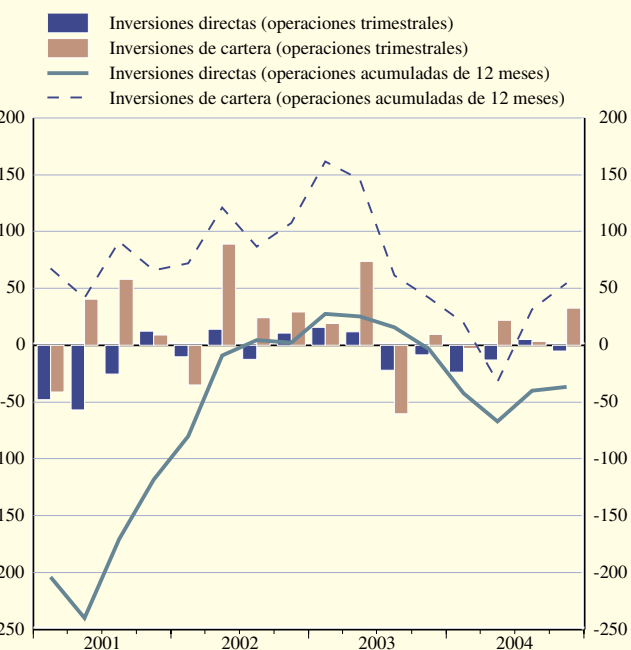
C26 Cuenta corriente

(mm de euros)



C27 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

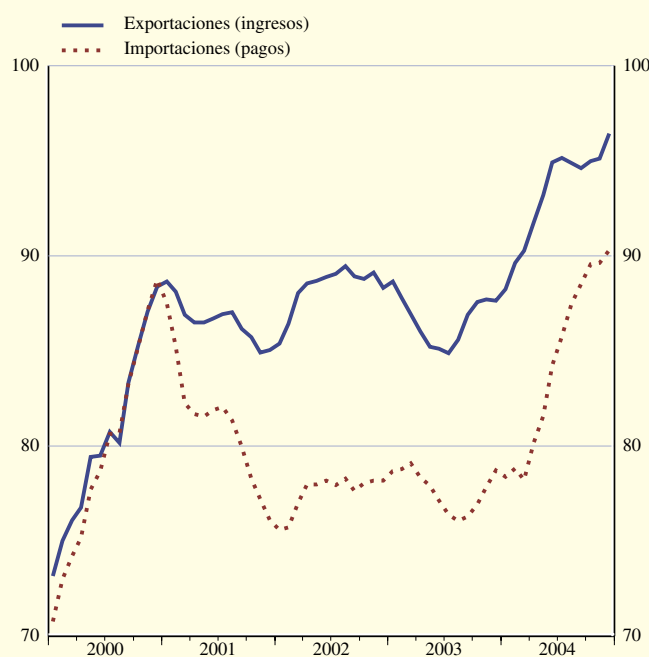
(mm de euros; operaciones)

2. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.677,5	1.655,7	21,8	1.040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2004	1.800,0	1.758,5	41,6	1.131,1	1.025,3	344,9	323,4	243,1	275,3	80,9	134,5	21,6	5,9
2003 IV	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	1,9
2004 I	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
II	454,2	448,4	5,8	285,7	254,2	88,8	79,2	64,2	83,1	15,5	31,9	5,3	1,3
III	448,8	438,9	9,9	280,5	255,9	94,6	86,5	57,9	63,0	15,9	33,5	5,6	1,5
IV	466,8	454,6	12,2	299,0	278,0	85,5	81,7	64,4	64,5	17,9	30,4	5,6	1,6
2004 Oct	152,1	150,9	1,2	100,1	92,4	29,1	26,7	18,8	22,0	4,2	9,8	1,0	0,4
Nov	152,3	147,9	4,4	101,0	95,1	26,6	25,6	19,3	17,3	5,5	10,0	1,4	0,4
Dic	162,3	155,7	6,6	97,9	90,4	29,9	29,4	26,3	25,2	8,2	10,7	3,2	0,8
Datos desestacionalizados													
2003 IV	423,7	413,8	9,8	263,0	236,2	83,6	78,5	55,8	66,4	21,3	32,8	.	.
2004 I	434,8	419,3	15,5	270,8	234,7	84,4	79,8	59,4	68,8	20,2	36,0	.	.
II	453,2	438,0	15,3	284,8	252,7	88,1	81,7	59,8	71,4	20,5	32,1	.	.
III	452,1	448,5	3,6	283,8	265,5	87,8	81,4	60,7	66,9	19,8	34,7	.	.
IV	455,4	449,7	5,8	289,2	270,9	84,1	80,1	62,3	67,3	19,8	31,3	.	.
2004 Abr	150,5	142,3	8,2	93,9	82,4	28,9	27,0	21,0	24,0	6,6	8,9	.	.
May	151,3	146,5	4,7	95,9	84,5	29,9	27,3	18,7	23,1	6,8	11,7	.	.
Jun	151,5	149,1	2,4	94,9	85,8	29,3	27,4	20,1	24,3	7,2	11,6	.	.
Jul	149,6	147,3	2,3	94,6	86,9	28,6	27,0	20,2	21,9	6,1	11,5	.	.
Ago	151,7	149,8	1,9	95,1	89,7	29,4	26,8	20,1	21,6	7,1	11,8	.	.
Sep	150,8	151,4	-0,5	94,1	88,9	29,7	27,7	20,3	23,4	6,7	11,4	.	.
Oct	151,6	150,3	1,4	95,8	90,1	28,6	26,5	20,8	23,0	6,5	10,6	.	.
Nov	150,5	148,8	1,7	95,5	89,9	27,8	26,5	20,8	22,0	6,4	10,4	.	.
Dic	153,3	150,6	2,7	98,0	91,0	27,8	27,1	20,6	22,3	7,0	10,3	.	.

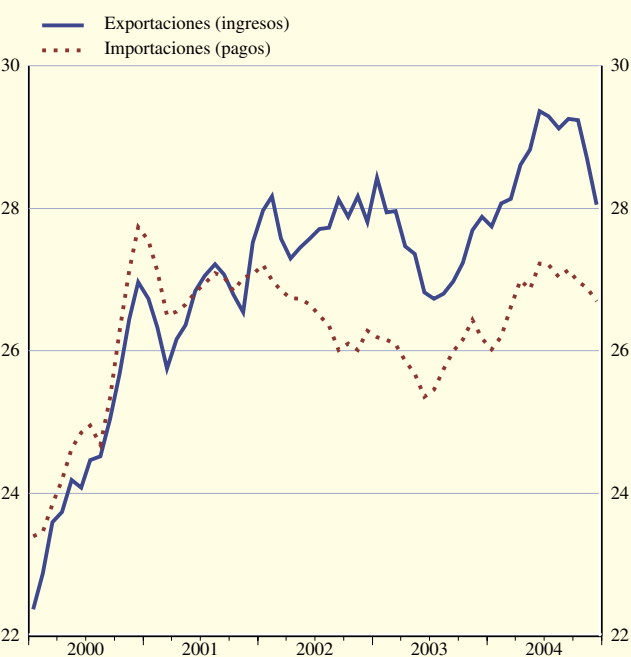
C28 Bienes

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



C29 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros)

3. Cuenta de rentas

(operaciones)

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

4. Inversiones directas

(operaciones netas)

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2004	-103,5	-101,2	-17,7	-83,5	-2,3	0,0	-2,3	67,0	57,5	2,0	55,6	9,5	1,3	8,2
2003 IV	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
2004 I	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
II	-28,6	-24,9	-3,6	-21,3	-3,7	0,0	-3,7	15,6	11,1	0,6	10,5	4,5	0,8	3,8
III	-12,2	-22,4	-1,1	-21,3	10,1	0,0	10,1	17,5	15,8	1,5	14,3	1,7	0,4	1,3
IV	-34,9	-32,6	-7,2	-25,4	-2,2	0,1	-2,3	29,7	17,0	0,5	16,4	12,7	0,4	12,3
2003 Dic	-20,8	-16,9	1,1	-18,0	-3,8	0,1	-3,9	11,8	17,9	-0,1	18,0	-6,1	0,1	-6,2
2004 Ene	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
Feb	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
Mar	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
Abr	-15,1	-7,3	-0,4	-6,9	-7,8	0,1	-7,9	13,2	8,3	0,2	8,1	4,9	0,0	4,8
May	-2,3	-5,7	0,0	-5,7	3,5	0,0	3,5	2,2	3,4	0,3	3,1	-1,2	0,3	-1,5
Jun	-11,2	-11,9	-3,2	-8,7	0,7	0,0	0,7	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,8	0,4	0,5
Jul	-17,5	-14,7	0,1	-14,8	-2,8	0,0	-2,8	13,0	11,2	0,2	11,1	1,7	-0,1	1,8
Ago	10,4	-5,9	0,2	-6,1	16,3	0,0	16,2	-3,0	-2,2	0,4	-2,5	-0,9	0,0	-0,9
Sep	-5,1	-1,8	-1,3	-0,5	-3,3	0,0	-3,3	7,5	6,7	1,0	5,7	0,9	0,5	0,4
Oct	-25,5	-15,6	0,2	-15,7	-9,9	0,0	-9,9	13,9	4,9	0,2	4,7	9,0	0,0	9,0
Nov	-15,8	-13,6	-13,0	-0,6	-2,2	0,1	-2,3	15,0	5,8	0,1	5,7	9,2	0,4	8,8
Dic	6,4	-3,5	5,6	-9,1	9,9	0,0	9,9	0,8	6,4	0,3	6,1	-5,5	0,0	-5,6

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos	Activos				Pasivos
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores				AAPP	Otros sectores	
1	2	3	4	5		6	7	8	9		10	11	12	13	
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	85,5	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	157,2	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	41,9
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	117,5	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	188,7	0,2	-41,3	11,2	0,4	12,4
2004	0,0	-22,9	-42,5	.	127,3	1,4	-85,7	-68,9	.	199,4	-0,2	-40,9	-14,3	.	2,1
2003 IV	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	45,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	33,4	-0,2	-13,1	1,3	1,3	-5,6
2004 I	0,0	-6,0	-24,8	-0,9	24,5	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	42,1	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	22,7
II	0,0	-12,4	-3,6	-0,7	-4,8	0,3	-10,7	-17,8	-0,2	80,2	0,1	-5,0	-3,4	-2,4	-1,0
III	0,0	-2,5	-3,0	-0,6	38,9	0,7	-23,0	-15,2	-0,2	33,5	0,0	-14,7	-3,5	-0,6	-7,4
IV	0,0	-2,0	-11,0	.	68,7	0,8	-25,7	-15,6	.	43,6	-0,1	-10,6	-3,6	.	-12,2
2003 Dic	0,0	-0,3	-6,9	-	12,0	0,0	2,8	-1,6	-	-5,7	0,0	-6,4	2,3	-	-23,5
2004 Ene	0,0	-3,4	-6,8	-	1,5	0,0	-13,0	-6,3	-	25,8	0,1	-15,5	-2,3	-	10,7
Feb	0,1	-3,1	-6,7	-	20,5	0,0	-1,6	-1,4	-	11,0	-0,2	-5,5	-0,4	-	0,8
Mar	0,0	0,5	-11,4	-	2,5	-0,4	-11,6	-12,5	-	5,3	0,0	10,4	-1,1	-	11,2
Abr	0,0	-1,0	2,6	-	-20,1	0,2	-2,8	-5,8	-	38,0	0,0	-15,3	-3,9	-	0,5
May	0,0	-1,8	0,5	-	0,8	0,1	-7,3	-7,4	-	15,3	-0,2	2,6	0,7	-	-3,8
Jun	0,0	-9,7	-6,8	-	14,4	0,0	-0,5	-4,6	-	26,9	0,3	7,6	-0,3	-	2,3
Jul	0,0	-8,9	0,2	-	10,6	-0,3	-12,9	0,8	-	-11,3	0,3	-19,1	2,0	-	-2,7
Ago	0,0	-4,2	-7,3	-	15,7	0,4	-12,0	-0,4	-	6,2	-0,2	-3,5	-0,9	-	7,3
Sep	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,6	-	38,5	-0,1	7,9	-4,6	-	-12,0
Oct	0,0	-2,9	-3,3	-	16,3	0,3	-13,6	-5,1	-	15,6	-0,1	1,2	-3,9	-	1,8
Nov	0,0	-10,8	-7,1	-	23,6	0,4	-9,9	-5,1	-	16,9	0,2	-13,2	0,8	-	-6,5
Dic	0,0	11,8	-0,6	-	28,9	0,2	-2,2	-5,4	-	11,1	-0,2	1,5	-0,4	-	-7,5

6. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP			IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores			
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Efectivo y depósitos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Efectivo y depósitos	Pasivos
									Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3	
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0	
2004	-299,6	267,5	-0,4	7,0	-1,6	-1,5	-6,1	-260,7	245,5	-24,2	1,8	-236,5	243,7	-36,9	-18,9	21,2	
2003 IV	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4	
2004 I	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6	
II	-23,8	18,1	0,9	1,6	-4,8	-4,7	3,1	-5,5	22,3	-2,4	6,8	-3,1	15,5	-14,4	4,5	-8,8	
III	-19,9	7,9	-1,5	3,2	0,4	-0,2	2,2	-24,1	6,6	-7,8	-5,7	-16,3	12,3	5,4	-10,3	-4,1	
IV	-73,9	60,9	0,8	3,4	3,4	3,9	-5,0	-75,0	58,0	-3,5	0,3	-71,5	57,8	-3,2	6,9	4,6	
2003 Dic	10,4	2,2	-0,9	1,3	0,8	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,7	-9,9	6,6	-	4,6	
2004 Ene	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7	
Feb	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6	
Mar	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7	
Abr	-52,5	48,3	0,6	0,6	-1,4	-1,2	-0,3	-50,5	54,3	-6,3	0,4	-44,1	53,9	-1,2	3,0	-6,4	
May	10,3	1,8	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-7,0	4,5	-8,8	
Jun	18,5	-32,0	0,5	1,3	-3,2	-3,5	2,9	27,4	-42,5	0,4	2,7	27,0	-45,2	-6,2	-3,1	6,4	
Jul	55,7	-27,3	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,0	-12,7	3,1	-7,8	42,9	-4,9	10,3	1,7	-15,7	
Ago	-32,2	31,6	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,4	18,9	-5,8	2,4	-25,6	16,5	-0,4	-2,3	12,5	
Sep	-43,4	3,7	-1,0	1,5	0,9	0,7	2,6	-38,7	0,4	-5,2	-0,2	-33,5	0,6	-4,6	-9,7	-0,9	
Oct	-15,2	1,4	0,1	1,1	2,0	2,3	0,3	-9,9	-0,8	7,4	5,5	-17,3	-6,3	-7,4	-1,8	0,8	
Nov	-68,7	107,9	0,5	1,9	-1,1	-0,7	-0,4	-60,3	96,9	-0,9	2,9	-59,4	94,0	-7,7	-1,0	9,4	
Dic	10,0	-48,4	0,3	0,3	2,5	2,3	-4,9	-4,8	-38,2	-10,1	-8,2	5,3	-30,0	12,0	9,7	-5,7	

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Otras inversiones por sector e instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos						Pasivos	
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,2	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-7,9	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,2	0,0	-0,1	0,6	-	-	-0,9	0,0	-4,1	0,3
2003 III	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
IV	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 I	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,1	-0,3
II	0,9	0,0	1,5	0,1	0,0	-4,4	0,4	-4,7	-0,5	0,0	2,8	0,2
III	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,0	2,1	0,1

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos						Pasivos	
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7
2003 III	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8
IV	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-1,1
2004 I	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3
II	-4,8	-0,6	22,3	0,0	-3,2	-10,3	-14,7	4,5	-0,9	1,6	-8,4	-2,0
III	-22,4	-1,7	5,1	1,5	1,8	4,4	14,7	-10,3	-0,8	0,0	-6,6	2,5

8. Activos de reserva

	Total	Oro monetario	Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos
					Total	Efectivos y depósitos		Valores			Derivados financieros	
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Acciones y partici- paciones	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 III	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
IV	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 I	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
II	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
III	3,4	0,0	-0,1	1,5	2,0	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

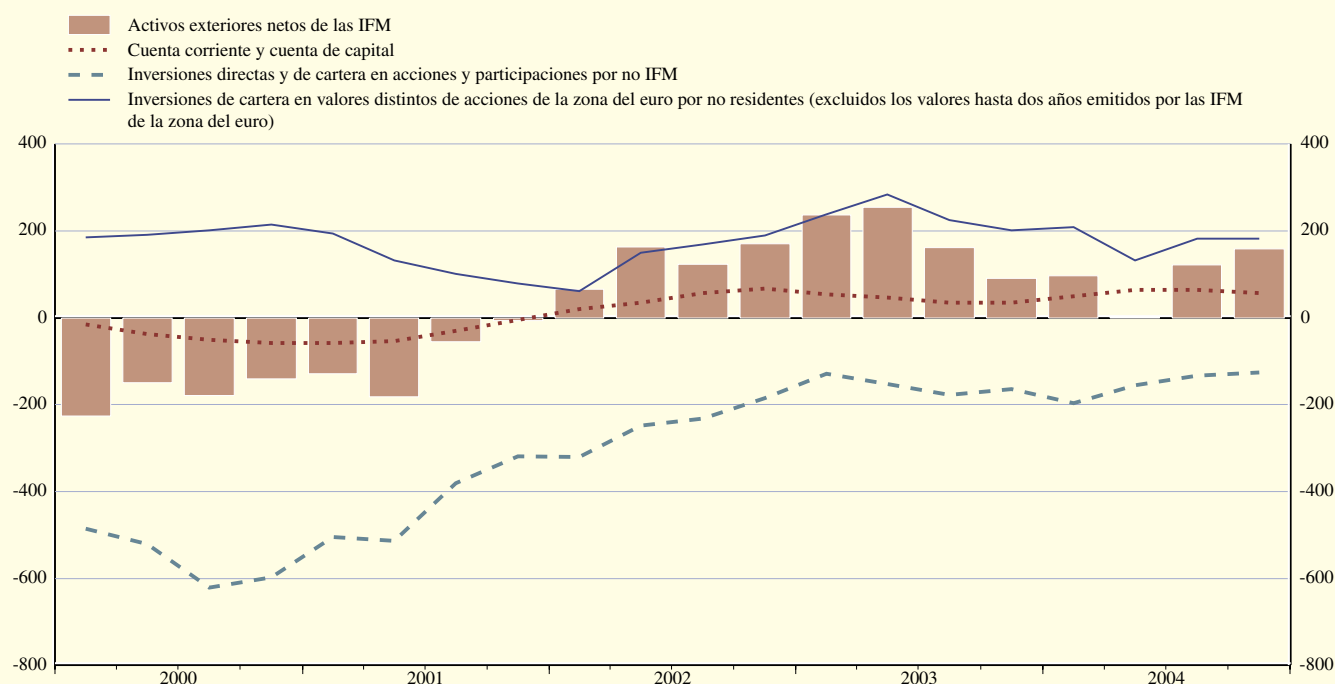
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y partici- paciones ¹⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	189,4	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	154,6	170,1
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,3	201,4	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	82,4	91,7
2004	57,3	-85,8	65,7	-125,7	117,3	182,4	-38,5	15,1	-2,8	-53,1	132,0	158,3
2003 IV	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,2	17,6
2004 I	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	39,7
II	9,9	-25,0	14,9	-24,8	-5,0	68,2	-19,3	-5,8	-0,4	-9,7	2,9	0,8
III	14,0	-11,2	17,1	-21,8	37,9	37,6	5,8	-1,9	-4,4	-9,9	63,2	64,5
IV	16,2	-27,7	29,3	-30,2	76,2	19,0	0,2	-0,5	-4,5	-28,5	49,5	53,2
2003 Dic	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,3	-30,6	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,4	-11,5
2004 Ene	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,5	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	23,5
Feb	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	9,0
Mar	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,2	7,2
Abr	0,6	-14,7	13,1	-7,0	-22,9	31,3	-2,6	-6,7	-1,1	17,0	6,9	7,0
May	4,0	-2,2	1,9	-6,2	4,1	8,7	-7,2	-8,4	-0,8	-15,4	-21,5	-20,7
Jun	5,3	-8,0	-0,2	-11,6	13,8	28,2	-9,4	9,2	1,5	-11,3	17,6	14,5
Jul	6,0	-17,6	13,1	2,9	6,3	-12,7	10,0	-16,1	-0,8	12,1	3,1	-0,7
Ago	5,4	10,2	-3,0	-8,5	15,5	14,7	-0,6	12,5	-6,4	-10,5	29,2	30,3
Sep	2,6	-3,8	7,0	-16,2	16,2	35,7	-3,7	1,7	2,8	-11,5	30,9	34,9
Oct	1,8	-25,6	13,9	-12,4	14,9	14,7	-5,4	1,1	-3,3	19,7	19,4	20,4
Nov	5,4	-2,9	14,6	-11,5	27,6	7,7	-8,9	9,0	1,9	-34,7	8,3	10,1
Dic	9,0	0,8	0,8	-6,4	33,6	-3,4	14,5	-10,6	-3,0	-13,5	21,9	22,8
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2004 Dic	57,3	-85,8	65,7	-125,7	117,3	182,4	-38,5	15,1	-2,8	-53,1	132,0	158,3

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

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

(mm de euros)

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

(operaciones acumuladas)

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

2. Balanza de pagos: inversiones directas

(operaciones acumuladas)

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

Fuente: BCE.

7.3 Desagregación geográfica de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional (mm de euros)

3. Balanza de pagos: inversiones de cartera, activos por instrumento (operaciones acumuladas)

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

4. Balanza de pagos: otras inversiones por sector (operaciones acumuladas)

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

5. Posición de inversión internacional (saldos vivos a fin de periodo)

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluidas reservas internacionales)

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

1. Posición de inversión internacional: resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
2000	-506,9	-7,7	369,9	-832,7	2,0	-437,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
Activos: saldos vivos							
2000	6.763,5	102,8	1.632,4	2.327,7	105,8	2.306,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,5	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,9	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
en porcentaje del total de activos							
2003	100,0	-	27,2	33,6	2,0	33,3	3,9
Pasivos: saldos vivos							
2000	7.270,3	110,5	1.262,5	3.160,4	103,8	2.743,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,3	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	117,4	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
en porcentaje del total de pasivos							
2003	100,0	-	23,8	40,2	1,9	34,0	-

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido Eurosistema	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1.284,7	115,2	1.169,5	347,7	1,7	346,0	976,6	32,1	944,4	285,9	1,8	284,2
2001	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5

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

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

Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional (incluido reservas internacionales)

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

4. Otras inversiones por instrumento

	Eurosistema				AAPP							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	-	-	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	IFM (excluido el Eurosistema)				Otros sectores							
	Activos		Pasivos		Activos					Pasivos		
	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Créditos comerciales	Préstamos/ efectivo y depósitos			Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
						Total	Préstamos	Efectivo y depósitos				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2000	1.422,4	37,1	2.128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

5. Reservas internacionales

	Activos de reserva														Pro memoria	
															Activos	Pasivos
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva								Otros activos	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 mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros			
	1	2	3	4	5	6	En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y partici- paciones	Bonos y obliga- ciones	Instrum. del mercado monetario	13	14	15	16
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 II	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
III	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
2004 Nov	291,6	133,4	391,219	4,1	19,4	134,7	9,8	28,0	96,8	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-11,5
Dic	279,6	125,4	389,998	3,9	18,6	131,6	11,5	25,5	94,6	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 Ene	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
	de los cuales depositados en el Banco Central Europeo															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 II	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
III	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0
2004 Nov	36,5	8,4	24,656	0,2	0,0	27,9	2,2	5,5	20,2	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-0,8
Dic	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 Ene	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3

Fuente: BCE.

7.5 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2001	6,1	-0,7	1.062,6	505,9	234,9	289,2	932,6	1.014,5	579,2	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,9	512,6	227,8	309,5	949,6	984,6	559,4	163,3	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1.058,7	501,0	222,8	300,4	924,6	988,2	554,0	164,2	240,9	715,5	109,1
2004	8,4	8,5	1.144,2	538,6	241,8	310,3	987,5	1.071,0	593,8	177,3	252,2	758,3	127,4
2003 III	-2,2	-1,0	265,4	125,7	56,4	75,4	232,7	243,3	135,4	39,6	60,3	176,6	26,8
IV	-0,4	1,5	269,4	125,7	57,6	76,4	233,3	250,4	139,0	42,2	61,6	180,7	27,0
2004 I	4,6	-0,2	277,7	130,7	58,5	75,7	241,4	251,0	137,6	41,6	62,1	182,3	26,2
II	11,7	8,8	286,6	134,5	59,7	78,7	245,7	262,7	145,5	44,4	62,2	186,0	29,3
III	8,8	14,2	289,1	136,9	61,3	78,9	249,7	277,0	156,1	45,0	64,0	193,7	36,1
IV	8,4	11,7	290,9	136,4	62,3	77,0	250,7	280,3	154,6	46,4	63,9	196,4	35,8
2004 Jul	7,8	9,0	96,2	45,6	20,6	26,3	83,6	91,1	51,0	14,4	21,0	64,0	11,0
Ago	13,1	20,4	96,7	46,1	20,3	26,5	82,8	93,5	52,9	15,3	21,7	64,8	12,4
Sep	6,3	14,1	96,2	45,3	20,5	26,1	83,3	92,3	52,2	15,2	21,2	64,8	12,7
Oct	3,0	7,0	96,1	45,2	20,8	25,4	82,8	93,2	51,0	15,4	21,4	64,9	12,9
Nov	14,0	17,7	97,6	45,7	20,7	25,9	83,8	94,2	52,5	15,8	21,3	66,4	12,1
Dic	8,9	10,5	97,1	45,5	20,9	25,7	84,0	92,9	51,1	15,2	21,1	65,1	10,7
	En términos reales (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,5	107,8	105,5	98,9	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,0	108,3	98,3	98,8	89,7	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,8	108,0	114,8	109,2	101,8	100,5	95,3	110,4	100,1	104,9
2004	8,3	5,8	117,8	113,5	118,2	118,7	117,1	107,5	102,0	104,5	116,7	105,9	104,2
2003 III	0,8	2,4	109,7	106,7	110,3	115,6	110,4	101,1	99,6	92,6	111,0	99,4	109,4
IV	3,0	5,5	111,9	107,2	112,2	117,3	111,3	104,1	102,0	98,4	113,7	102,0	106,5
2004 I	7,5	4,6	115,8	112,0	115,3	116,8	115,6	105,2	101,0	98,7	115,9	103,4	101,3
II	11,2	5,6	117,8	113,5	116,4	119,8	116,4	106,4	101,5	104,0	115,2	104,0	100,3
III	7,4	8,0	117,9	114,4	119,0	120,1	117,6	108,8	104,1	105,0	117,3	106,9	112,8
IV	7,3	5,1	119,5	114,0	122,2	118,1	118,9	109,7	101,4	110,5	118,4	109,3	102,2
2004 Jul	6,6	2,5	118,0	114,4	120,6	119,6	118,4	107,6	102,9	99,1	114,9	105,4	107,2
Ago	10,8	13,9	117,9	115,0	117,2	121,3	116,8	110,2	105,3	108,3	119,7	107,7	113,5
Sep	5,5	8,5	118,0	113,7	119,2	119,4	117,7	108,7	104,0	107,5	117,4	107,7	117,7
Oct	2,0	-0,3	118,4	113,5	121,5	116,9	117,9	108,8	99,3	109,3	119,3	108,2	106,4
Nov	11,9	10,5	119,6	113,4	121,6	118,5	118,6	110,0	102,6	112,7	118,4	110,6	100,9
Dic	8,5	5,4	120,6	115,1	123,5	118,7	120,1	110,3	102,2	109,6	117,5	109,1	99,4
	Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)												
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,5	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,0	2,5	96,9	96,3	94,5	99,5	96,2	97,2	98,5	92,8	97,9	96,2	99,4
2003 III	-3,0	-3,3	96,5	95,7	94,6	99,2	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,9
IV	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,1	95,7	93,9	92,2	93,8	98,1	95,2	82,5
2004 I	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,8	98,7	95,3	93,2	92,1	92,2	97,1	94,8	84,3
II	0,4	3,0	97,1	96,2	94,8	100,0	96,4	96,5	97,0	93,3	97,8	96,1	95,1
III	1,3	5,8	97,8	97,2	95,2	99,9	96,9	99,4	101,5	93,7	98,8	97,4	104,2
IV	1,1	6,3	97,1	97,2	94,3	99,3	96,3	99,8	103,2	91,8	97,8	96,6	114,0
2004 Jul	1,1	6,4	97,7	97,0	94,6	100,3	96,7	99,2	100,6	95,5	99,5	98,0	100,1
Ago	2,1	5,8	98,2	97,6	95,9	99,7	97,1	99,5	102,1	93,0	98,6	97,1	106,7
Sep	0,8	5,2	97,6	97,0	95,2	99,8	96,9	99,5	101,9	92,8	98,2	97,0	105,7
Oct	0,9	7,3	97,2	97,1	94,8	99,2	96,3	100,4	104,3	92,2	97,5	96,7	118,7
Nov	1,9	6,6	97,8	98,1	94,3	99,8	96,8	100,3	103,9	92,2	98,0	96,9	117,6
Dic	0,4	4,9	96,4	96,3	93,8	98,9	95,9	98,8	101,4	91,1	97,8	96,2	105,7

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

7.5 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea (Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			Africa	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros					China	Japón	Otros países asiáticos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2001	1.062,6	24,4	37,0	202,5	105,9	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,4	60,5	49,9	93,3
2002	1.083,9	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1.058,7	24,9	38,7	194,8	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1.144,2	25,4	41,4	203,0	126,2	35,5	66,0	31,8	173,5	40,2	33,0	149,6	63,5	40,1	115,0
2003 III	265,4	6,3	9,7	48,1	30,3	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,6
IV	269,4	6,1	9,8	49,5	29,7	7,4	15,9	6,7	41,5	9,0	8,1	34,1	15,0	8,9	27,6
2004 I	277,7	6,1	10,0	49,3	31,2	8,0	15,5	7,9	42,4	9,8	8,4	36,9	15,2	9,6	27,2
II	286,6	6,3	10,4	50,4	31,5	9,0	16,2	8,2	43,9	10,4	8,0	36,8	15,7	9,9	29,8
III	289,1	6,4	10,5	51,7	31,1	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,8	16,8	10,2	27,5
IV	290,9	6,6	10,5	51,7	32,3	9,1	17,0	7,7	43,9	10,1	8,1	37,1	15,8	10,4	30,5
2004 Jul	96,2	2,1	3,5	17,4	10,1	3,0	5,9	2,6	14,5	3,5	2,8	13,4	5,6	3,4	8,4
Ago	96,7	2,2	3,5	17,0	10,5	3,1	5,6	2,6	14,5	3,1	2,8	13,0	5,6	3,4	9,8
Sep	96,2	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
Oct	96,1	2,2	3,5	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,7
Nov	97,6	2,2	3,5	17,6	10,7	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,2	5,1	3,7	10,6
Dic	97,1	2,2	3,5	16,7	10,6	3,2	5,8	2,6	14,9	3,4	2,8	12,6	5,3	3,4	10,2
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,0	3,1	5,8	2,8	15,2	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	10,0
Importaciones (c.i.f.)															
2001	1.014,5	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,6
2002	984,6	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,8	67,9	39,4	80,8
2003	988,2	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,4	52,2	141,5	68,9	39,8	82,3
2004	1.071,0	24,3	39,2	141,6	107,7	56,1	53,4	22,7	113,2	91,7	53,3	162,7	71,9	44,7	88,6
2003 III	243,3	5,8	9,1	33,7	25,3	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,5	17,0	9,7	20,7
IV	250,4	5,9	9,4	34,5	27,0	11,9	12,4	5,0	26,6	20,0	12,9	36,4	16,5	10,5	21,4
2004 I	251,0	6,0	9,4	33,6	27,0	12,3	12,7	5,1	26,1	20,7	13,4	34,8	16,5	10,7	22,7
II	262,7	5,8	9,8	34,4	26,2	13,6	13,2	5,5	29,9	22,1	12,8	41,0	17,0	10,9	20,4
III	277,0	6,2	10,1	37,4	26,8	14,3	13,6	6,0	28,7	23,7	13,7	43,3	18,9	11,5	22,8
IV	280,3	6,3	9,9	36,1	27,8	15,9	13,8	6,1	28,5	25,1	13,4	43,6	19,5	11,6	22,6
2004 Jul	91,1	2,0	3,3	12,3	8,7	4,5	4,5	1,9	9,6	7,8	4,6	13,9	6,2	3,8	8,0
Ago	93,5	2,1	3,4	12,8	9,0	4,7	4,5	2,0	9,6	7,9	4,6	15,3	6,4	3,9	7,4
Sep	92,3	2,1	3,4	12,3	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,4	14,1	6,3	3,9	7,4
Oct	93,2	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,4	8,2	4,3	13,0	6,6	3,8	9,2
Nov	94,2	2,2	3,3	12,2	9,1	5,5	4,6	2,0	9,5	8,6	4,6	15,1	6,8	3,9	6,8
Dic	92,9	2,0	3,3	11,6	9,5	5,3	4,6	2,0	9,6	8,4	4,4	15,5	6,1	3,9	6,7
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
Saldo															
2001	48,1	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,6
2002	99,3	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,7
2003	70,5	1,1	1,7	55,9	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,1	-9,4	-1,8	16,9
2004	73,2	1,1	2,2	61,4	18,4	-20,6	12,6	9,1	60,3	-51,5	-20,3	-13,1	-8,3	-4,6	26,4
2003 III	22,1	0,5	0,6	14,4	5,0	-4,0	2,9	1,7	14,2	-9,5	-4,8	-0,3	-1,9	-0,6	3,9
IV	19,1	0,2	0,5	15,0	2,7	-4,5	3,5	1,8	14,9	-11,0	-4,9	-2,3	-1,4	-1,6	6,2
2004 I	26,7	0,1	0,7	15,6	4,3	-4,2	2,8	2,8	16,3	-10,9	-5,0	2,1	-1,3	-1,1	4,5
II	23,9	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,1	-1,2	-1,0	9,4
III	12,1	0,2	0,4	14,3	4,3	-5,0	3,5	2,0	14,6	-13,8	-5,2	-4,5	-2,1	-1,3	4,7
IV	10,5	0,2	0,6	15,5	4,5	-6,8	3,2	1,6	15,4	-15,0	-5,3	-6,5	-3,7	-1,2	7,8
2004 Jul	5,1	0,1	0,1	5,1	1,4	-1,4	1,4	0,7	4,9	-4,4	-1,8	-0,5	-0,6	-0,4	0,4
Ago	3,1	0,1	0,1	4,2	1,4	-1,6	1,1	0,6	4,9	-4,8	-1,8	-2,3	-0,7	-0,5	2,4
Sep	3,9	0,1	0,1	5,0	1,5	-2,0	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,6	-1,8	-0,8	-0,4	2,0
Oct	2,9	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,5
Nov	3,4	0,0	0,2	5,4	1,5	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,8	-1,6	-0,2	3,8
Dic	4,2	0,2	0,2	5,1	1,1	-2,1	1,2	0,6	5,4	-4,9	-1,7	-2,9	-0,8	-0,5	3,5

Fuente: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo y columnas 5, 12 y 15).



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del periodo; índice 1999 I=100)

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

C31 Tipos de cambio efectivos

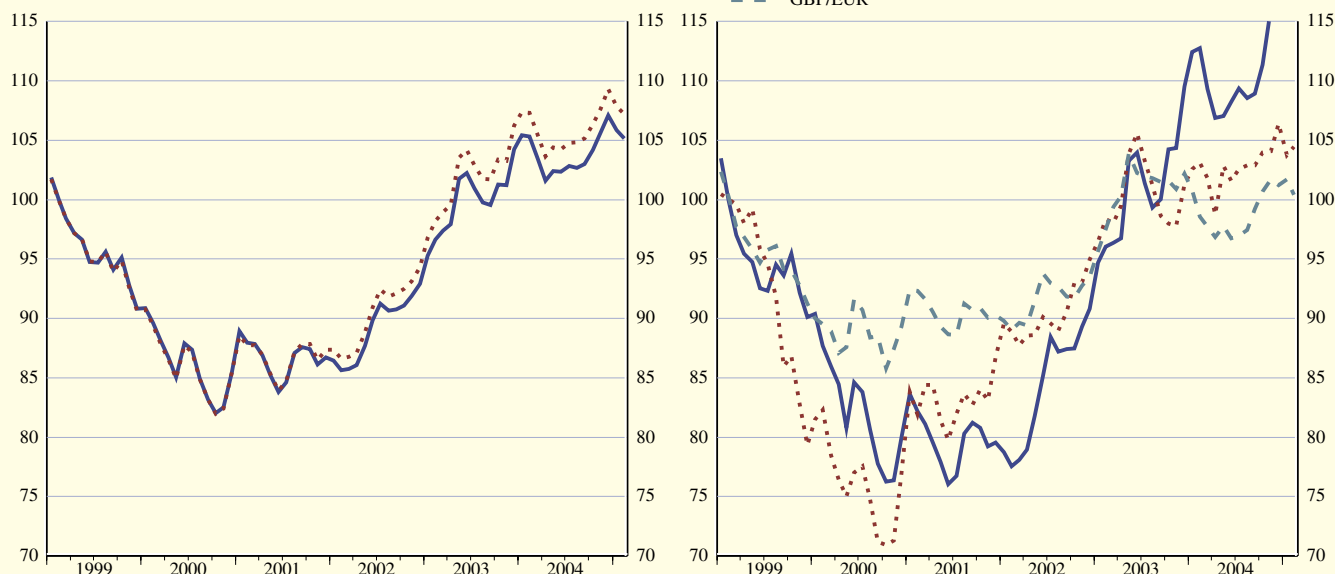
(medias mensuales; índice 1999 I=100)

C32 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

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

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	Dólar 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- landés	Rand sud- africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1,175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1,346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2004	1,2439	0,67866	134,44	1,5438	9,1243	1,422,62	9,6881	7,4399	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905	87,14	1,8731	8,0092
2003 IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1,404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 I	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1,464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
II	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1,400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
III	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1,411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
IV	1,2977	0,69507	137,11	1,5335	9,0128	1,415,11	10,0964	7,4343	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132	86,19	1,8526	7,8379
2004 Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1,474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1,429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
Abr	1,1985	0,66533	129,08	1,5547	9,1653	1,381,58	9,3451	7,4436	2,0193	1,6068	8,2976	1,6142	87,59	1,8727	7,8890
May	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1,412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
Jun	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1,406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
Jul	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1,420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
Ago	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1,409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
Sep	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1,403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
Oct	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1,426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
Nov	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1,411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
Dic	1,3408	0,69500	139,14	1,5364	8,9819	1,408,77	10,4264	7,4338	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462	83,99	1,8737	7,6847
2005 Ene	1,3119	0,69867	135,63	1,5469	9,0476	1,362,01	10,2269	7,4405	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147	82,12	1,8620	7,8386
Feb	1,3014	0,68968	136,55	1,5501	9,0852	1,330,26	10,1507	7,4427	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670	80,74	1,8192	7,8337
	% variación sobre mes anterior														
2005 Feb	-0,8	-1,3	0,7	0,2	0,4	-2,3	-0,7	0,0	-0,8	0,4	1,3	-2,8	-1,7	-2,3	-0,1
	% variación sobre año anterior														
2005 Feb	2,9	1,9	1,3	-1,5	-1,0	-9,8	3,2	-0,1	0,0	-4,1	-5,2	2,5	-6,9	-0,4	-8,4

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Nueva Lira turca ¹⁾
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1,439,680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1,694,851
2004	0,58185	31,891	15,6466	251,66	3,4529	0,6652	0,4280	4,5268	239,0874	40,022	1,9533	40,510	1,777,052
2003 IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1,721,043
2004 I	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1,665,395
II	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1,759,532
III	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1,807,510
IV	0,57769	31,125	15,6466	245,94	3,4528	0,6801	0,4314	4,2342	239,8298	39,454	1,9559	39,839	1,871,592
2004 Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1,620,374
Abr	0,58630	32,519	15,6466	250,41	3,4529	0,6502	0,4251	4,7597	238,4520	40,151	1,9465	40,683	1,637,423
May	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1,818,487
Jun	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1,814,266
Jul	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1,784,116
Ago	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1,799,918
Sep	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1,838,497
Oct	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41,082	1,860,247
Nov	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39,848	1,883,365
Dic	0,57909	30,636	15,6466	245,80	3,4528	0,6900	0,4325	4,1354	239,7987	38,872	1,9559	38,696	1,870,690
2005 Ene	0,58170	30,304	15,6466	246,48	3,4528	0,6963	0,4322	4,0794	239,7719	38,573	1,9559	38,168	1,778,4
Feb	0,58315	29,957	15,6466	243,69	3,4528	0,6961	0,4309	3,9867	239,7355	38,044	1,9559	36,733	1,7104
	% variación sobre mes anterior												
2005 Feb	0,2	-1,1	0,0	-1,1	0,0	0,0	-0,3	-2,3	0,0	-1,4	0,0	-3,8	-3,8
	% variación sobre año anterior												
2005 Feb	-0,5	-8,8	0,0	-7,4	0,0	3,9	0,6	-17,9	0,9	-6,2	0,1	-9,4	-

Fuente: BCE.

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



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	República Checa	Dinamarca	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 II	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
2004 III	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
2004 IV	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2004 Sep	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
2004 Oct	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
2004 Nov	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
2004 Dic	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 Ene	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Déficit (-)/ superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB													
2001	-5,9	2,1	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,8	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,6	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,0	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2004 Ago	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
2004 Sep	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
2004 Oct	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
2004 Nov	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
2004 Dic	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 Ene	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Tipo de interés a tres meses en porcentaje, media del período													
2004 Ago	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
2004 Sep	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
2004 Oct	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
2004 Nov	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
2004 Dic	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 Ene	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
PIB real													
2003	3,7	0,4	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-0,3	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	.	2,0	.	.	.	6,6	.	.	5,3	.	.	.	3,0
2004 II	3,9	2,5	5,8	4,1	7,7	7,4	4,2	-1,6	6,1	4,7	5,5	3,4	3,5
2004 III	3,6	1,9	5,9	3,5	9,1	6,2	4,0	1,4	4,8	4,9	5,3	3,7	3,1
2004 IV	.	2,1	.	.	.	6,2	.	.	3,9	.	.	.	2,9
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	0,5	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,6
2004 I	-2,3	3,0	-11,5	-12,6	-8,5	-8,7	-9,8	-8,3	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,4
2004 II	-5,2	3,7	-17,9	-11,1	-16,7	-10,7	-9,0	-4,7	-2,9	-2,6	-7,5	8,3	-2,5
2004 III	-7,2	2,5	-7,7	.	-10,2	-6,0	-7,6	-4,7	-0,6	0,5	-3,4	8,8	-2,6
Costes laborales unitarios													
2002	6,0	1,8	4,1	-	0,3	-1,2	8,9	-	-2,0	6,0	3,9	0,9	2,5
2003	3,3	2,3	4,6	-	4,1	1,5	7,0	-	.	4,8	4,0	0,6	3,2
2004 I	.	1,5	4,7	-	-	.	-	-	.	-	5,2	-0,2	3,4
2004 II	.	1,0	4,8	-	-	.	-	-	.	-	5,4	.	3,1
2004 III	.	1,8	5,2	-	-	.	-	-	.	-	.	.	0,9
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,3	.
2004 II	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,2	5,8	7,5	18,9	6,1	18,5	6,4	4,7
2004 III	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,3	4,5
2004 IV	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,2	6,3	.
2004 Sep	8,3	5,3	8,8	5,1	9,7	10,3	5,9	7,0	18,6	5,9	17,7	6,6	4,5
2004 Oct	8,3	5,2	8,5	5,1	9,7	9,9	6,0	7,0	18,5	5,9	17,5	6,2	4,6
2004 Nov	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,2	6,4	4,6
2004 Dic	8,3	5,1	8,3	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	.
2005 Ene	8,3	.	8,1	5,6	9,6	9,1	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,1	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

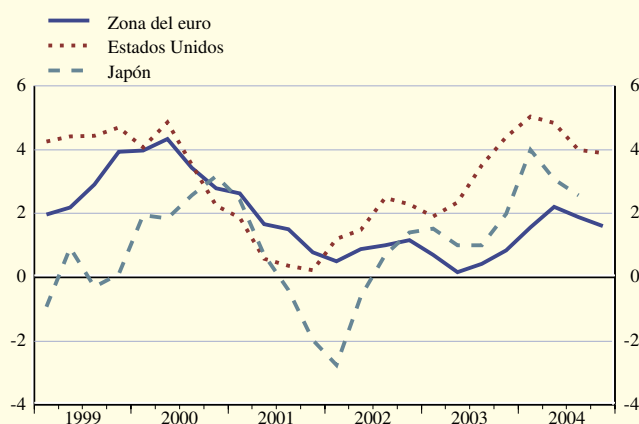
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ³⁾ en %	Tipo de cambio en ⁴⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2004	2,7	-1,3	4,4	4,8	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	.	.
2003 IV	1,9	3,6	4,4	1,6	5,9	4,7	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 I	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,3
II	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,0
III	2,7	-1,2	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
IV	3,3	-1,5	3,9	5,0	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	.	.
2004 Oct	3,2	-	-	5,6	5,5	5,3	2,08	4,08	1,2490	-	-
Nov	3,5	-	-	4,5	5,4	5,8	2,31	4,19	1,2991	-	-
Dic	3,3	-	-	4,9	5,4	6,2	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Ene	3,0	-	-	5,0	5,2	6,0	2,66	4,21	1,3119	-	-
Feb	.	-	-	.	.	.	2,82	4,16	1,3014	-	-
Japón											
2001	-0,7	4,4	0,2	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2004	0,0	.	2,6	5,6	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2003 IV	-0,3	-4,3	2,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I	-0,1	-6,5	4,0	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
II	-0,3	-6,7	3,1	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
III	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
IV	0,5	.	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2004 Oct	0,5	0,7	-	-0,8	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	-	-
Nov	0,8	.	-	4,5	4,5	2,0	0,05	1,46	136,09	-	-
Dic	0,2	.	-	1,8	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Ene	-0,1	.	-	1,0	.	2,1	0,05	1,37	135,63	-	-
Feb	.	.	-	.	.	.	0,05	1,40	136,55	-	-

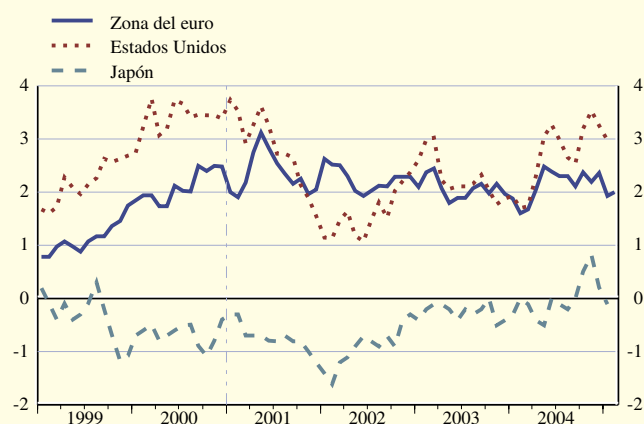
C33 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C34 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



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

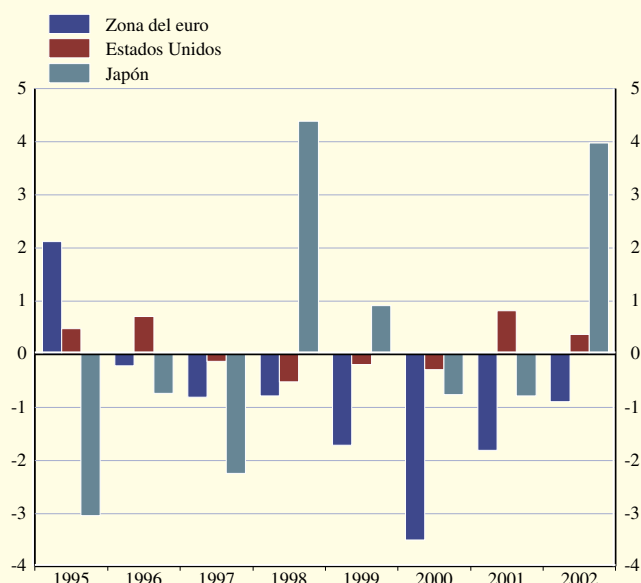
- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.
- 2) Media de los valores del periodo; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector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

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

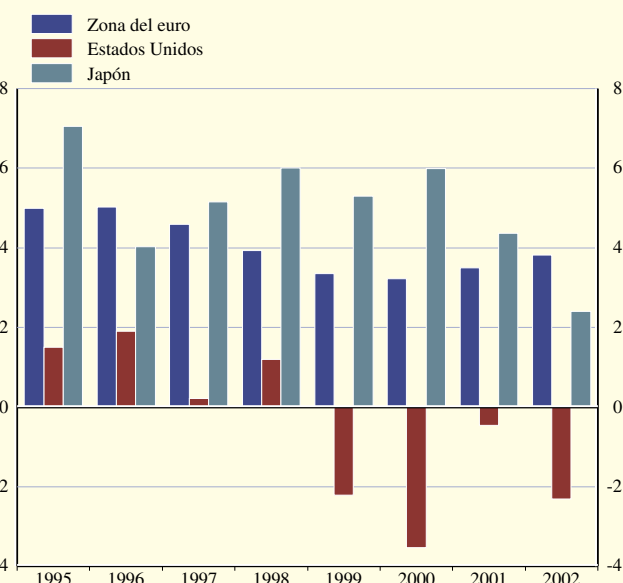
2. Ahorro, inversión y financiación

	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	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,3	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,3	8,6	2,4	0,8	13,1	7,2	10,7	8,0
2002 IV	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,4	10,5	8,1
2003 I	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	0,9	12,8	6,7	10,2	9,1
II	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,0	13,1	10,0	10,5	12,4
III	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,2	8,7	1,1	0,2	13,3	9,3	11,2	6,8
IV	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,0	9,2	2,7	0,0	13,2	3,0	10,7	4,0
2004 I	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,9	8,9	4,0	1,0	13,1	5,8	10,3	9,9
II	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,0	8,8	2,3	-0,6	13,3	6,5	10,3	7,6
III	13,9	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,4	9,1	2,0	-0,1	13,5	5,1	10,2	7,3
Japón													
2000	27,8	26,3	2,3	15,4	15,5	0,9	14,5	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,5	-0,1
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,6	24,0	2,8	13,8	14,0	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	.	.	.	3,2	16,0	-5,2	-0,2	.	-1,2	9,2	-0,8
2002 IV	24,0	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 I	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
II	23,6	23,3	.	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
III	25,7	24,0	.	.	.	9,8	.	-5,5	-2,9	.	-5,5	.	1,1
IV	27,8	24,8	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 I	30,7	24,0	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,5	.	2,6
II	.	23,0	.	.	.	-13,4	.	-12,7	-0,8	.	5,6	.	-6,0
III	.	23,8	.	.	.	5,0	.	-2,0	-1,8	.	-4,3	.	1,6

C35 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras (en porcentaje del PIB)



C36 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾ (en porcentaje del PIB)



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

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

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

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



LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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 ajus-

tados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

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, exclu-

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

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

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

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

yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos ajustados. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t , el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos ajustados en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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 tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa». Los datos sobre los ingresos de la balanza de rentas y de las transferencias corrientes están sujetos a ajustes previos por «días laborales». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los pagos de las transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de marzo de 2005.

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

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

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

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

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

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

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

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

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

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

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

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

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

¹ DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

² DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también in-

cluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

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

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

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

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

En la sección 4.3 figuran las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes (detallados por plazo a la emisión, por tipo de instrumento, por sector emisor y por moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento interanual excluyen las reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales hacen referencia a la variación interanual de la media del período. Para conocer más detalles, véanse las notas técnicas.

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor vende o amortiza las acciones por efectivo,

3 Los códigos del SEC 95 correspondientes a los distintos sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN de los países de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras Administraciones Públicas, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

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

aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998, se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

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

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

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

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

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

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

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.4 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden dife-

⁴ DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

⁵ DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

rir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en la sección 6.4 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁶, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002⁷, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)⁸, y a los documentos de Eurostat. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods», (noviembre del

2004), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2004), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo BCE/Comisión (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org).

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

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

El cuadro 2 de la sección 7.1 presenta datos desesacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. En el cuadro 5 figura el detalle por sectores tenedores de valores emitidos por no residentes en la zona. No es posible ofrecer, por el momento, un detalle por sectores emisores de valores adquiridos por no residentes. En los cuadros 6 y 7 el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es,

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 179 de 9.7.2002, p. 1.

8 DO L 354, 30.11.2004, p. 34.

los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y está acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.3 se presenta una desagregación geográfica de la balanza de pagos (cuadros 1 a 4) y de la posición de inversión internacional (cuadro 5) de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las operaciones y posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. En los cuadros 1 a 4 se recogen las operaciones acumuladas de balanza de pagos de los cuatro últimos trimestres; en el cuadro 5 figura una desagregación geográfica de la posición de

inversión internacional correspondiente al final del último año. La desagregación no incluye las operaciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes» del Boletín Mensual de febrero del 2005.

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

En el cuadro 5 de la sección 7.4 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores, junto con los mantenidos por el BCE. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 5 siguen las recomendaciones del FMI y del BPI sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

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

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

El detalle por productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 corresponde a la clasificación por destino económico de los bienes. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 3. El detalle por áreas geográficas (cuadro 2 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales.

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con las rubricas de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 a 7.3). En las importaciones, la diferencia ha supuesto aproximadamente un 5% en los últimos años (estimaciones del BCE), debiéndose una parte significativa de este porcentaje a la inclusión de los seguros y fletes (c.i.f.) en los datos de comercio exterior.

TIPOS DE CAMBIO

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

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los periodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 DE FEBRERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

3 DE ABRIL DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE MAYO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre los años 1999 y 2002 puede consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE de 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE del 2000, en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001 y en la página 254 del Informe Anual del BCE del 2002, respectivamente.

que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

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

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

5 DE JUNIO DE 2003

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

mismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de ven-

cimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el periodo de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

**1 DE ABRIL, 6 DE MAYO, 3 DE JUNIO, 1 DE JULIO,
5 DE AGOSTO, 2 DE SEPTIEMBRE, 7 DE OCTUBRE,
4 DE NOVIEMBRE Y 2 DE DICIEMBRE DE 2004
Y 13 DE ENERO DE 2005**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

14 DE ENERO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 25 mm de euros a 30 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2005. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2005. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2006.

3 DE FEBRERO Y 3 DE MARZO DE 2005

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.



EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



LOS FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el cuarto trimestre del 2004, la media diaria de órdenes de pago procesadas por TARGET ascendió a 273.232 pagos, por un importe total de 1.763 mm de euros. En comparación con el trimestre anterior, ello supuso un incremento del 7% en el número de pagos y del 8% en su importe. Todos los segmentos analizados experimentaron un aumento tanto en el número de pagos como en su importe. Esta evolución representa una inversión del perfil estacional del tercer trimestre y aproxima las cifras a la media anual. La cuota de mercado general de TARGET se mantuvo en el 88% en cuanto al importe, y en el 57% en número de órdenes procesadas.

PAGOS INTRA-ESTADO MIEMBRO

TARGET procesó una media diaria de 207.232 pagos intra-Estado miembro, por un importe total de 1.184 mm de euros, en el cuarto trimestre del 2004. Con respecto al trimestre precedente, el número de operaciones aumentó un 7% y su importe un 8%. En relación con el mismo período del año 2003, el número de operaciones disminuyó un 1% y su importe creció un 11%. Estas operaciones representaron el 76,1% del total de operaciones de TARGET en cuanto al número de pagos, y el 67,2% en cuanto a su importe. El importe medio de los pagos intra-Estado miembro se elevó desde 5,6 millones de euros en el tercer trimestre del 2004 a 5,7 millones de euros en el cuarto trimestre. En cuanto al número de operaciones, el día de máxima actividad de pagos intra-Estado miembro fue el 20 de diciembre de 2004, en el que se procesaron 288.415 pagos. En cuanto al importe total, la cifra más elevada se registró el 15 de diciembre, en el que se alcanzaron los 1.571 mm de euros. Por tramos de importes, el 66% de estos pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos intra-Estado miembro por un importe superior a mil millones de euros se situó en 127 operaciones.

PAGOS ENTRE ESTADOS MIEMBROS

Por lo que se refiere a las operaciones entre Estados miembros, TARGET procesó una media diaria de 65.240 pagos, por un importe total de 579 mm de euros en el cuarto trimestre del 2004. En comparación con el tercer trimestre del mismo año, esta cifra supuso un incremento del 6% en el número de operaciones y del 8% en su importe. En relación con el cuarto trimestre del 2003, el número de pagos entre Estados miembros aumentó un 4% y su importe un 9%.

En comparación con el trimestre precedente, el número de pagos interbancarios se elevó un 6% y su importe un 8%. Por su parte, los pagos de clientes experimentaron un incremento del 6% en número de operaciones y del 14% en su importe. La proporción de pagos interbancarios en relación con la media diaria de operaciones entre Estados miembros procesadas por TARGET fue del 48,4% en cuanto al número, y del 94,9% en cuanto a su importe. Con respecto al tercer trimestre del 2004, el importe medio de los pagos interbancarios se elevó desde 17,1 millones de euros a 17,4 millones de euros, y el de los pagos de clientes desde 799.000 euros a 875.000 euros. En el cuarto trimestre, el día de máxima actividad de pagos entre Estados miembros fue el 20 de diciembre de 2004 (el lunes de la semana anterior a la Navidad, fenómeno observado también en años anteriores), en el que se procesaron 92.427 pagos. Por tramos de importes, el 63% de los pagos entre Estados miembros se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 15% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos entre Estados miembros por un importe superior a mil millones de euros se situó en 40 operaciones.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre del 2004, TARGET alcanzó una disponibilidad general del 99,77%, frente al 99,79% del tercer trimestre del año. La dispo-

Cuadro 1 Disponibilidad de TARGET para cada componente nacional y para el mecanismo de pagos del BCE

Componente nacional de TARGET	Disponibilidad IV 2004
Bélgica	100,00%
Dinamarca	100,00%
Alemania	99,23%
Grecia	99,69%
España	99,89%
Francia	99,92%
Irlanda	99,54%
Italia	100,00%
Luxemburgo	99,89%
Países Bajos	100,00%
Austria	99,94%
Portugal	99,73%
Finlandia	99,82%
Suecia	99,79%
Reino Unido	99,80%
Mecanismo de pagos del BCE	99,15%
Disponibilidad general de TARGET	99,77%

nibilidad de TARGET se vio afectada por 26 incidencias, 6 menos que en el trimestre anterior. En el cuadro 1 se muestran los porcentajes de cada componente nacional de TARGET y del mecanismo de pagos del BCE.

En el cuarto trimestre, el 96,37% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesó en menos de cinco minutos; el 2,9%, de cinco a quince minutos, y el 0,33%, entre quince y treinta minutos. El tiempo de procesamiento fue superior a treinta minutos en una media de 517 de los 65.240 pagos procesados diariamente entre Estados miembros.

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por otros sistemas interbancarios de transferencias de fondos: número de operaciones

(número de pagos)	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	17.404.115	17.071.290	17.264.247	16.871.971	18.033.316
Media diaria	271.939	266.739	274.036	255.636	273.232
Pagos entre Estados miembros					
Total	4.023.122	4.184.179	4.286.846	4.068.531	4.305.815
Media diaria	62.861	65.378	68.045	61.644	65.240
Pagos intra-Estado miembro					
Total	13.380.993	12.887.111	12.977.401	12.803.440	13.727.501
Media diaria	209.078	201.361	205.990	193.992	207.992
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	10.088.147	9.669.240	9.840.955	10.831.383	11.382.418
Media diaria	157.628	151.082	156.206	164.112	172.420
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	1.833.104	1.772.742	1.767.244	1.700.070	1.766.831
Media diaria	28.642	27.669	28.051	25.759	26.770
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	423.513	365.097	316.448	237.482	139.269
Media diaria	6.617	5.705	5.023	3.598	2.360
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	134.620	131.082	184.269	128.745	119.693
Media diaria	2.103	2.048	2.925	1.951	1.813

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 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
TARGET					
Pagos totales de TARGET					
Total	106.686	109.062	111.025	107.592	116.389
Media diaria	1.604	1.704	1.762	1.630	1.763
Pagos entre Estados miembros					
Total	34.128	36.487	36.046	35.378	38.226
Media diaria	533	570	572	536	579
Pagos intra-Estado miembro					
Total	68.558	72.575	74.979	72.214	78.163
Media diaria	1.071	1.134	1.190	1.094	1.184
Otros sistemas					
EURO 1 (EBA)					
Total	10.898	11.647	10.987	10.487	11.005
Media diaria	170	182	174	159	167
Paris Net Settlement (PNS)					
Total	4.180	4.276	4.765	4.217	4.215
Media diaria	65	67	76	64	64
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
Total	74	60	60	110	37
Media diaria	1	1	1	2	1
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
Total	104	120	117	117	113
Media diaria	2	2	2	2	2



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2004

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2004. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2004 y febrero del 2005. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2003», abril 2004.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.
- «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.
- «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.
- «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.
- «Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.
- «Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera», febrero 2004.
- «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.
- «Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.
- «Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.
- «La economía de la UE tras la adhesión de los nuevos Estados miembros», mayo 2004.
- «La tasa natural de interés de la zona del euro», mayo 2004.
- «Métodos de mitigación de riesgos en las operaciones de crédito del Eurosistema», mayo 2004.
- «Evolución de la productividad del trabajo en la zona del euro: tendencias agregadas y comportamientos sectoriales», julio 2004.
- «Explicación de la capacidad de resistencia del sector bancario de la Unión Europea desde el año 2000», julio 2004.
- «La Constitución Europea y el BCE», agosto 2004.
- «Características y utilización de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas», agosto 2004.
- «Experiencia adquirida en los primeros años de circulación de los billetes en euros», agosto 2004.
- «Análisis monetario en tiempo real», octubre 2004.
- «Integración económica en regiones distintas de la Unión Europea», octubre 2004.
- «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», noviembre 2004.
- «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», noviembre 2004.
- «Evolución del marco de la UE para la regulación, la supervisión y la estabilidad financieras», noviembre 2004.
- «El nuevo Acuerdo de Basilea: principales características e implicaciones», enero 2005.
- «Flujos financieros hacia las economías emergentes: cambio de tendencias y evolución reciente», enero 2005.
- «Disciplina de mercado para las entidades de crédito», febrero 2005.
- «Experiencia inicial tras las modificaciones del marco operativo de ejecución de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.
- «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», febrero 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
- 10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
- 11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
- 12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, abril 2004.
- 13 «Fair value accounting and financial stability», por A. Enria, L. Cappiello, F. Dierick, G. Sergio, A. Haralambous, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires y P. Poloni, abril 2004.
- 14 «Measuring financial integration in the euro area», por L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet, abril 2004.
- 15 «Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics», por H. Ahnert y G. Kenny, mayo 2004.
- 16 «Market dynamics associated with credit ratings: a literature review», por F. González, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland y C. Zins, junio 2004.
- 17 «Corporate "excesses" and financial market dynamics», por A. Maddaloni y D. Pain, julio 2004.
- 18 «The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents», por A. Geis, A. Mehl y S. Wredenberg, julio 2004.
- 19 «Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective», por el Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC, julio 2004.
- 20 «The supervision of mixed financial services groups in Europe», por F. Dierick, agosto 2004.
- 21 «Governance of securities clearing and settlement systems», por D. Russo, T. L. Hart, M. C. Malaguti y C. Papathanassiou, octubre 2004.
- 22 «Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective», por A. Musso y T. Westermann, enero 2005.
- 23 «The bank lending survey for the euro area», por J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt y S. Scopel, febrero 2005.
- 24 «Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries», por V. Genre, D. Momferatou y G. Murre, febrero 2005.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

- 424 «An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates», por F. Breedon y P. Vitale, diciembre 2004.
- 425 «Geographic versus industry diversification: constraints matter», por P. Ehling y S. Brito Ramos, enero 2005.
- 426 «Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds», por D. P. Miller y J. J. Puthenpurackal, enero 2005.
- 427 «Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?», por K. Kauko, enero 2005.
- 428 «Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings», por V. Pons-Sanz, enero 2005.
- 429 «Cross-border diversification in bank asset portfolios», por C. M. Buch, J. C. Driscoll y C. Ostergaard, enero 2005.
- 430 «Public policy and the creation of active venture capital markets», por M. Da Rin, G. Nicodano y A. Sembenelli, enero 2005.
- 431 «Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry», por G. Calzolari y G. Loranth, enero 2005.
- 432 «Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms», por Y. Chung Cheung, F. de Jong y B. Rindi, enero 2005.
- 433 «Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility», por R. Beetsma y X. Debrun, enero 2005.
- 434 «Interest rates and output in the long run», por Y. Aksoy y M. León-Ledesma, enero 2005.
- 435 «Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?», por L. Schuknecht y V. Tanzi, febrero 2005.
- 436 «Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany», por L. Cappiello y S. Guéné, febrero 2005.
- 437 «What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants», por E. Papaioannou, febrero 2005.
- 438 «Quality of public finances and growth», por A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, febrero 2005.
- 439 «A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market», por V. Brousseau y A. Manzanares, febrero 2005.
- 440 «Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states», por O. Castrén, febrero 2005.
- 441 «The Phillips curve and long-term unemployment», por R. Llaudes, febrero 2005.
- 442 «Why do financial systems differ? History matters», por C. Monnet y E. Quintin, febrero 2005.
- 443 «Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data», por S. Rosati y S. Secola, febrero 2005.
- 444 «Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy», por L. Stracca y A. al-Nowaihi, febrero 2005.
- 445 «Welfare implications of joining a common currency», por M. Ca'Zorzi, R. A. De Santis y F. Zampolli, febrero 2005.
- 446 «Trade effects of the euro: evidence from sectoral data», por R. E. Baldwin, F. Skudelny y D. Taglioni, febrero 2005.
- 447 «Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications», por O. Castrén y S. Mazzotta, febrero 2005.

OTRAS PUBLICACIONES

«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.

«The monetary policy of the ECB», enero 2004.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

«Foreign direct investment task force report», marzo 2004.

«External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the accession countries - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)», abril 2004.

«TARGET compensation claim form», abril 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe», abril 2004.

«The use of central bank money for settling securities transactions», mayo 2004.

«TARGET Annual Report 2003», mayo 2004.

«Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles», mayo 2004.

«Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management», mayo 2004.

«Risk Management for Central Bank Foreign Reserves», mayo 2004.

«Comparison of household saving ratios, Euro area / United States / Japan», junio 2004.

«The development of statistics for Economic and Monetary Union», por Peter Bull, julio 2004.

«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», septiembre 2004.

«Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure Draft of proposed amendments to IAS 39 - The fair value option», septiembre 2004.

«Disposiciones institucionales: Estatutos del SEBC y del BCE. Reglamentos internos», octubre 2004.

«Convergence Report 2004», octubre 2004.

«Informe de Convergencia 2004: Información y resumen», octubre 2004.

«Standards for securities clearing and settlement in the European Union», octubre 2004.

«The European Central Bank - History, role and functions», octubre 2004.

«E-payments without frontiers», octubre 2004.

«European Union balance of payments/internacional investment positions statistical methods», noviembre 2004.

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries», noviembre 2004.

«Report on EU banking structure 2004», noviembre 2004.

«EU banking sector stability 2004», noviembre 2004.

«Letter from the ECB President to the President of the European Parliament», noviembre 2004.

«Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs», noviembre 2004.

«Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», diciembre 2004.

«Hacia una zona única de pagos para el euro - tercer informe», diciembre 2004.

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

«Financial Stability Review», diciembre 2004.

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

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

«Reciclaje de billetes en euros: marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», enero 2005.

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

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

«Banking structures in the new EU Member States», enero 2005.

«Informe de situación sobre TARGET2», febrero 2005.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2005.

«Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation», febrero 2005.

«Payment and securities settlement systems in the European Union - Addendum incorporating 2003 figures», febrero 2005.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.

«TARGET2 - the future TARGET system», septiembre 2004.

«TARGET - the current system», septiembre 2004.



GLOSARIO

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

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

Administraciones Públicas: según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

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

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

Coste laboral bruto mensual: sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total por asalariado en relación con el PIB a precios constantes por persona ocupada.

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

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

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

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

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

Deuda (cuentas financieras): préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los compromisos directos de las empresas en materia de pensiones por cuenta de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período. Sin embargo, debido a limitaciones en los datos disponibles, en las cuentas financieras trimestrales la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indiciada con la inflación: valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

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

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

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos indicadores compuestos que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las ope-

raciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones, por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

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

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o número de votos.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

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

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): el valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): la proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): la proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado: la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-23, integrado por los 13 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-42, compuesto por el TCE-23 y otros 19 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, las vacantes sin cubrir o los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.