



EUROPEAN CENTRAL BANK

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

10 | 2004

11 | 2004

12 | 2004

BOLETÍN MENSUAL
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2004

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

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

© Banco Central Europeo, 2004

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

*Este boletín ha sido elaborado bajo la
responsabilidad del Comité Ejecutivo
del BCE. Su traducción y 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 04 de Enero de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	12
Precios y costes	29
Producto, demanda y mercado de trabajo	36
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	41
Recuadros	
1 Tendencias mundiales de los agregados monetarios en los últimos años	13
2 Nuevas estadísticas del BCE sobre operaciones con acciones cotizadas	19
3 El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación	31
ARTÍCULOS	
La UEM y la dirección de las políticas fiscales	47
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	59
Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro	71
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2003	V
GLOSARIO	IX

ABREVIATURAS

PAÍSES

BE	Bélgica
DK	Dinamarca
DE	Alemania
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
IE	Irlanda
IT	Italia
LU	Luxemburgo
NL	Países Bajos
AT	Austria
PT	Portugal
FI	Finlandia
SE	Suecia
UK	Reino Unido
JP	Japón
US	Estados Unidos

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes (<i>Cost, insurance and freight at the importer's border</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios de la Economía
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 3	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 3)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo (<i>Free on board at the exporter's border</i>)
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 8 de enero de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 2%. Los tipos de interés correspondientes a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito permanecieron, asimismo, sin cambios en el 3% y el 1%, respectivamente.

La decisión del Consejo de Gobierno refleja su consideración de que la actual orientación de la política monetaria resulta apropiada para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. La valoración de que se está produciendo una recuperación económica de la zona del euro no ha cambiado sustancialmente. De hecho, aunque es probable que la reciente evolución del tipo de cambio produzca cierto efecto moderador sobre las exportaciones, éstas continuarán creciendo, al beneficiarse del dinamismo de la expansión de la economía mundial, y las condiciones para la recuperación de la demanda interna siguen siendo favorables. Al mismo tiempo, debido a la apreciación del euro, el comportamiento de los precios de importación de la zona del euro debería ser ligeramente más positivo, contribuyendo con ello a contener los riesgos inflacionistas. El Consejo de Gobierno seguirá efectuando un seguimiento atento de todos los factores que pudieran influir sobre la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Por lo que se refiere al tipo de cambio, en las actuales circunstancias, resaltamos especialmente la importancia de la estabilidad y nos mostramos preocupados por las excesivas fluctuaciones del tipo de cambio.

En lo concerniente al análisis económico, los últimos indicadores disponibles confirman que el crecimiento de la economía mundial se está afianzando. En la zona del euro, asimismo, los datos más recientes sobre la producción y el nivel de confianza coinciden al indicar que se está produciendo una recuperación de la actividad económica y que el crecimiento deberá cobrar impulso a lo largo del 2004. Esta valoración se ve avalada por todas las previsiones publicadas, tanto por organismos públicos como privados, y resulta acorde con la evolución de los mercados financieros.

En el entorno exterior, la reciente evolución del tipo de cambio está teniendo una repercusión negativa sobre la competitividad de los precios de los exportadores de la zona del euro. Sin embargo, dada la expansión de la demanda mundial en curso, las exportaciones de la zona del euro deberían, en términos generales, seguir creciendo. En cuanto al ámbito interno, el crecimiento de la inversión debería beneficiarse de los esfuerzos de ajuste que las empresas continúan realizando para mejorar su productividad y rentabilidad, así como del reducido nivel de los tipos de interés y, en general, de las favorables condiciones de financiación existentes. El consumo privado debería verse estimulado por el aumento de la renta real disponible debido, en parte, a los efectos favorables derivados de la pasada apreciación del euro sobre la relación de intercambio y la inflación.

En el corto plazo, los riesgos para estas perspectivas se mantienen equilibrados. En horizontes temporales más largos, la incertidumbre sigue estando relacionada con los persistentes desequilibrios exteriores en determinadas regiones del mundo y su posible repercusión sobre la sostenibilidad del crecimiento de la economía global. Esto constituye un desafío al que ha de hacerse frente con políticas macroeconómicas sostenibles y con reformas estructurales que propicien un equilibrio firme entre ahorro e inversión en los países con los que se mantienen relaciones económicas importantes, aumenten el producto potencial de la zona del euro y estimulen la expansión del comercio de bienes y servicios a escala mundial.

Se estima que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC aún fluctuará en torno al 2% en el corto plazo, que el avance de Eurostat para diciembre sitúa en el 2,1%. El comportamiento negativo tanto de los precios de los alimentos y del petróleo, como el incremento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, ha afectado de forma adversa a las perspectivas de inflación a corto plazo.

Pese a ello, se espera que la tasa de inflación interanual se reduzca a lo largo de este año y que después permanezca en niveles acordes con la



estabilidad de precios. Estas expectativas están basadas en el supuesto de continuación de la moderación salarial, en un contexto de recuperación económica gradual. Por otro lado, la apreciación del euro debería moderar las presiones sobre los precios a través de su efecto sobre los precios de importación. La reducción de la inflación se refleja también en las previsiones y proyecciones disponibles. No obstante, es importante recordar el carácter condicional de este ejercicio, que se realiza de cara al futuro, y, por tanto, hay que tener presentes todos los elementos que representan un riesgo para las perspectivas de estabilidad de precios. En este sentido, será necesario continuar realizando un atento seguimiento de las expectativas de inflación.

En relación con el análisis monetario, el fuerte crecimiento monetario de los últimos años se traduce en que el nivel de liquidez disponible en la zona del euro es significativamente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado ha aumentado en los últimos meses, beneficiándose del bajo nivel de los tipos de interés y de la mejora general del entorno económico.

La acumulación del exceso de liquidez no debería constituir un motivo de preocupación en cuanto a la estabilidad de precios, siempre que la recuperación de la economía se produzca de forma gradual. Sin embargo, si este exceso de liquidez se mantuviese elevado, una vez que se produzca un fortalecimiento significativo de la actividad económica, podría generar presiones inflacionistas. Por lo tanto, es importante que la evolución monetaria sea objeto de un atento seguimiento.

En resumen, el análisis económico continúa indicando que el escenario de referencia para la evolución de los precios a medio plazo está en consonancia con la estabilidad de precios. Aunque durante el curso del repunte de la actividad económica podrían surgir ciertos riesgos, esta perspectiva general se ve también confirmada al contrastarse con el análisis monetario.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el 2004 será un año crucial en cuanto al reforzamiento de la credibilidad del marco institucional y de la confianza en la solidez de las finanzas públicas de los distintos Estados miembros de la zona del euro. Conjuntamente con las disposiciones del Tratado, el marco general de política fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sigue desempeñando un papel fundamental y debe respetarse en todos sus elementos. Estas disposiciones constituyen el fundamento de la confianza en la UEM y de su credibilidad, resultan cruciales no sólo para la estabilidad sino también para el crecimiento y son una condición previa para conservar las reducidas primas de riesgo en los mercados financieros. En consecuencia, el Consejo de Gobierno insta a los gobiernos y al Consejo ECOFIN a que asuman sus responsabilidades y cumplan los compromisos adquiridos el pasado mes de noviembre.

Finalmente, el Consejo de Gobierno respalda decididamente los esfuerzos que los gobiernos están realizando para avanzar en las reformas estructurales en el ámbito presupuestario, así como de los mercados de trabajo y de productos. Apoyándose en las medidas ya efectuadas, se requieren reformas adicionales a fin de responder de manera efectiva a los principales desafíos que presenta la zona del euro, en concreto reducir el nivel de desempleo estructural, aumentar el producto potencial, incrementar la productividad, limitar los aspectos ineficaces de los sistemas impositivos, además de preparar los sistemas de asistencia sanitaria y de pensiones para hacer frente a los problemas que representa el envejecimiento de la población. El proceso de reformas estructurales se vería enormemente reforzado, si los interlocutores sociales se comprometiesen con firmeza con el objetivo de conseguir que la economía de la zona del euro sea más dinámica, innovadora y competitiva. Este tipo de compromiso facilitaría, además, una mejor comunicación a los ciudadanos de las ventajas que comportan las reformas estructurales.

El diseño gráfico del Boletín Mensual ha sido modificado con el fin de facilitar su consulta. A partir de la presente edición, en el capítulo dedicado a

la evolución económica y monetaria se incluye un resumen al inicio de cada sección, así como una nueva sección titulada “El entorno externo de la zona del euro”. Asimismo, se ha reestructurado la sección “Estadísticas de la zona del euro” y se ha incluido un glosario de términos económicos.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. En el primero se analizan los resultados de la política fiscal de la zona del euro desde principios de la década de los noventa. El segundo describe las 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. El tercer artículo trata sobre la medición y el análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

En líneas generales, el entorno exterior sigue siendo favorable para la zona del euro. La recuperación de la actividad económica y del comercio mundiales continúa acelerándose, sustentada en unas condiciones financieras también favorables. Asimismo, se mantiene la relativa debilidad de las presiones inflacionistas internas existentes en el resto de las principales economías, aunque los precios en dólares del petróleo y otras materias primas distintas del petróleo se han venido incrementando (si bien los precios en euros han permanecido relativamente constantes).

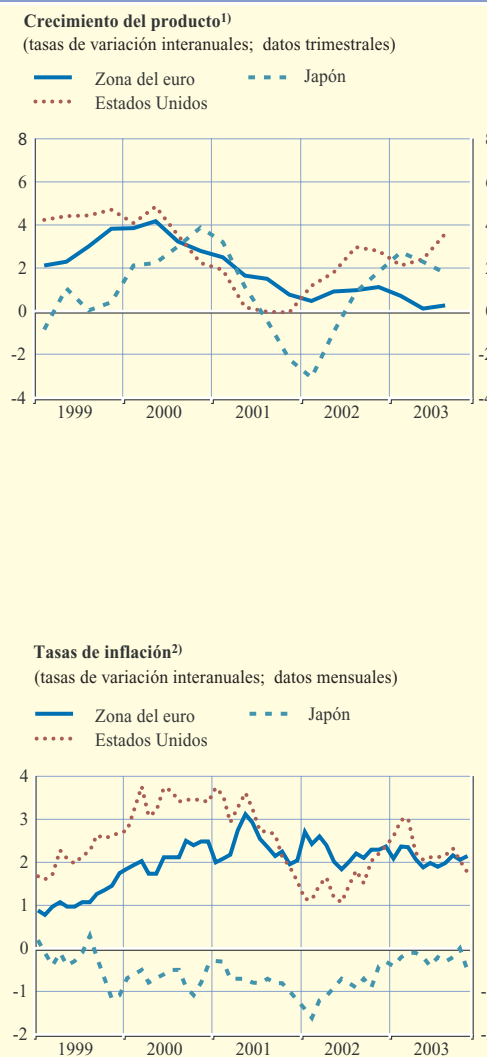
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Según los últimos datos disponibles, la recuperación de la economía mundial continúa acelerándose, impulsada por una revitalización generalizada del comercio, así como por una demanda interna más pujante y unas condiciones financieras favorables en la mayoría de los países.

En Estados Unidos, la evolución reciente confirma la continuidad de la recuperación económica. El consumo privado en términos reales se ha visto estimulado por los recortes del impuesto sobre la renta de las personas físicas y el mayor crecimiento de los salarios reales, que han compensado con creces la aún tibia recuperación registrada en el crecimiento del empleo. Los últimos datos publicados indican que se mantiene la recuperación del gasto de capital de las empresas, iniciada en el segundo trimestre del 2003. En concreto, los indicadores procedentes de las encuestas de opinión sugieren que la recuperación en curso del sector manufacturero está contribuyendo cada vez en mayor medida al crecimiento de la inversión empresarial privada. La evolución de los mercados financieros sigue favoreciendo tanto el consumo privado como la inversión privada, como consecuencia de la recuperación sostenida de las cotizaciones bursátiles, el reducido nivel de los tipos de interés y el estrechamiento de los diferenciales de la renta fija emitida por las empresas. En noviembre, la tasa de inflación interanual medida por el IPC y por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, disminuyó hasta el 1,8% y el 1,1%, respectivamente (véase gráfico 1).

En Japón, el dato de crecimiento del PIB real durante el tercer trimestre del 2003 fue revisado a la baja hasta el 0,3% (en términos intertrimestrales), desde una cifra previamente estimada del 0,6%. No obstante, la encuesta Tankan del Banco de Japón correspondiente al mes de diciembre indica una mejora generalizada de la actual coyuntura económica. A pesar de la alentadora tendencia que ha seguido la actividad económica, persiste una leve

Gráfico 1: Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

deflación. Tras haberse mantenido estable durante el mes precedente, el índice general de precios de consumo disminuyó un 0,5% (en tasa interanual) en noviembre, mientras que el índice de precios de consumo, excluidos los alimentos frescos, se redujo un 0,1%.

La recuperación continúa en el Reino Unido. El crecimiento del PIB real aumentó en el tercer trimestre hasta una tasa intertrimestral del 0,8%. El 10 de diciembre, el gobierno británico anunció un nuevo objetivo de inflación, redefiniéndolo en términos del IAPC (denominado IPC en el Reino Unido), en vez de en términos del RPIX. El objetivo de inflación, que era previamente un aumento interanual del RPIX del 2,5%, se define ahora como un incremento interanual del IAPC del 2%. En noviembre, la inflación medida por el IAPC se redujo hasta una tasa interanual del 1,3%. Las perspectivas económicas para el Reino Unido sugieren un crecimiento estable del gasto de consumo, combinado con un fuerte crecimiento del gasto público y una modesta expansión de la inversión empresarial.

En Asia, excluido Japón, donde China continúa registrando el crecimiento más rápido de la región, la actividad económica sigue siendo muy intensa, notablemente impulsada por las exportaciones. En líneas generales, las perspectivas de crecimiento en los países adherentes a la UE son cada vez más optimistas. Las últimas informaciones muestran que la actividad económica ha perdido en América Latina gran parte de su vigor previo, lastrada por la situación de práctico estancamiento que experimentan México y Brasil.

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

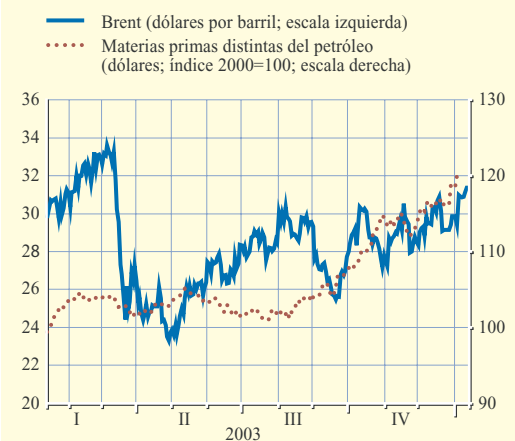
Los precios del petróleo han venido aumentando desde comienzos de diciembre del 2003. Así, el precio del Brent alcanzó, el 14 de enero de 2004, los 32 dólares estadounidenses. Esta subida refleja la fuerte demanda existente en Estados Unidos y Asia, los pronunciados descensos de las existencias en Estados Unidos y la preocupación acerca de la estabilidad política en Oriente Medio. Además, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha defendido unos precios elevados al objeto de compensar las pérdidas de poder adquisitivo de sus ingresos por exportaciones de petróleo derivadas de la depreciación del dólar estadounidense. Los precios en dólares de otras materias primas registraron una subida relativamente acusada durante el segundo semestre del 2003, impulsados por la mejora de la situación económica internacional (véase gráfico 2). En la actualidad, las cotizaciones de algunas de estas materias primas se encuentran cercanas a sus niveles máximos en muchos años. No obstante, el aumento de los precios en euros del petróleo y otras materias primas ha sido más moderado.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

En la coyuntura actual, las previsiones de los organismos oficiales y de los analistas privados sugieren la continuidad de la recuperación económica en el año 2004. Se espera que Estados Unidos mantenga su condición de principal motor de la expansión de la economía mundial, a pesar de que el incremento del PIB real en dicho país pueda moderarse tras las tasas de crecimiento elevadas que se han observado recientemente. Además, se prevé que Asia, y especialmente China,

Gráfico 2: Principales indicadores de los mercados de materias primas

(Del 14 de enero del 2003 al 13 de enero del 2004)



Fuentes: Datastream y Hamburg Institute of International Economics.

proporcione un estímulo adicional a la recuperación en curso de la economía mundial y del comercio internacional.

En conjunto, parece que los riesgos que afectan a la recuperación económica internacional se encuentran básicamente equilibrados. Por un lado, persisten las fricciones y los desequilibrios económicos. En primer lugar, los hogares, las empresas y los sectores públicos han acumulado importantes volúmenes de deuda, que acentúan su vulnerabilidad ante perturbaciones adversas. En el caso de Estados Unidos, las perspectivas económicas se ven afectadas por sus fuertes déficit presupuestario y por cuenta corriente. En segundo lugar, los precios de las materias primas son relativamente altos y podrían permanecer a un nivel elevado durante el año 2004. Por otro lado, las señales de una creciente inversión empresarial en Estados Unidos podrían, de mantenerse, representar un impulso adicional para el crecimiento de la producción.



2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS IFM

El crecimiento de M3 se ha moderado desde el máximo alcanzado en el verano del 2003, aunque con lentitud. Parece que los inversores de la zona del euro han empezado a reestructurar, con gran cautela, sus inversiones financieras, desde activos monetarios a activos financieros a más largo plazo, como consecuencia de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la disminución de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, el reducido nivel de los tipos de interés ha seguido estimulando la demanda de activos líquidos. En este contexto, en los últimos meses se ha producido un repunte en el crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. En general, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

Después de experimentar un crecimiento muy acusado en octubre del 2003, el agregado monetario amplio M3 se estancó en noviembre, en términos intermensuales, y se redujo hasta el 7,4%, desde el 8,1% de octubre y el 7,5% de septiembre (véase gráfico 3). Esta dinámica obedeció, en gran parte, a un cambio de sentido en lo que respecta a las grandes transacciones realizadas por las Administraciones Centrales, que impulsaron el crecimiento de M3 en octubre. Más allá de la evolución mensual, muy volátil, aunque parece que el crecimiento monetario ha dejado atrás el máximo registrado en el verano del 2003, la moderación observada posteriormente ha sido bastante lenta. La mejora de la situación en los mercados financieros y la disminución de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas parecen haber aumentado la preferencia de los agentes económicos por activos financieros a más largo plazo. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés, muy bajos, y, con ello, el reducido coste de oportunidad de mantener dinero, han seguido estimulando el crecimiento monetario.

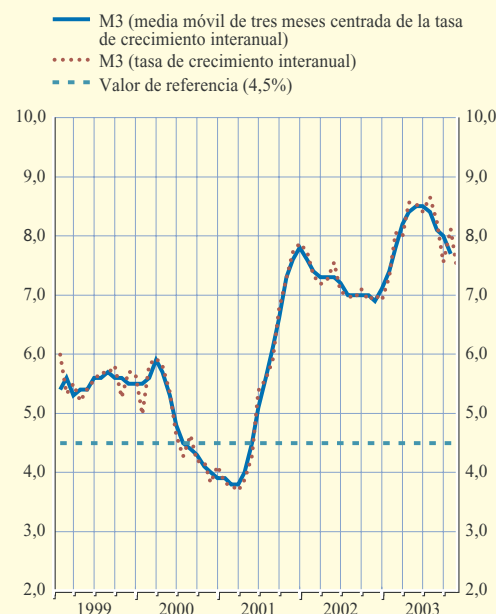
A pesar de la moderación constatada en el crecimiento de M3, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. Actualmente, esta situación de holgura de la liquidez no es motivo de preocupación en lo que respecta a la estabilidad de precios, ya que, por ahora, la recuperación económica de la zona del euro se está produciendo de manera gradual. No obstante, si este exceso de liquidez se mantuviera cuando se produzca un fortalecimiento sustancial de la actividad económica, podría conducir a presiones inflacionistas. Por consiguiente, es importante efectuar un atento seguimiento de la evolución futura de la liquidez acumulada y de sus aplicaciones, sobre todo porque la marcada preferencia de los inversores por la liquidez ha sido, en gran parte, un fenómeno mundial (véase recuadro 1).

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se mantuvo elevada en noviembre (véase cuadro 1). Parece que los agentes

Gráfico 3: Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

Recuadro I

TENDENCIAS MUNDIALES DE LOS AGREGADOS MONETARIOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

En los últimos años, los agregados monetarios de los principales países industrializados han mostrado tendencias similares. En este recuadro se analiza la evolución de un agregado monetario amplio observada en las cinco áreas económicas desarrolladas más importantes del mundo desde el inicio de la década de los ochenta. Asimismo, se presenta un agregado monetario mundial (construido como la suma simple de los agregados monetarios de la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá, convertidos a euros), con objeto de estudiar la relación existente a escala mundial entre las variables monetarias y otras variables macroeconómicas.

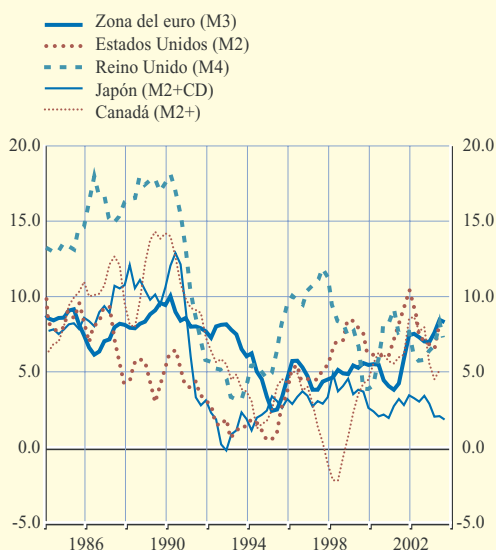
Evolución de un agregado monetario amplio en las áreas económicas más importantes

El gráfico A muestra la tasa de crecimiento interanual de un agregado monetario básico de la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá en moneda local¹. En períodos más largos se aprecian algunos movimientos generales coincidentes. La década de los ochenta se caracterizó, en particular, por un elevado crecimiento monetario, que fue seguido por un acusado descenso a comienzos de los años noventa, y por cierta recuperación en años posteriores.

El gráfico B ilustra con más detalle la evolución reciente registrada en la zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido². En estas tres áreas económicas, el crecimiento monetario observado en

Gráfico A: Crecimiento del agregado monetario amplio de la zona del euro y de otras áreas económicas

(tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



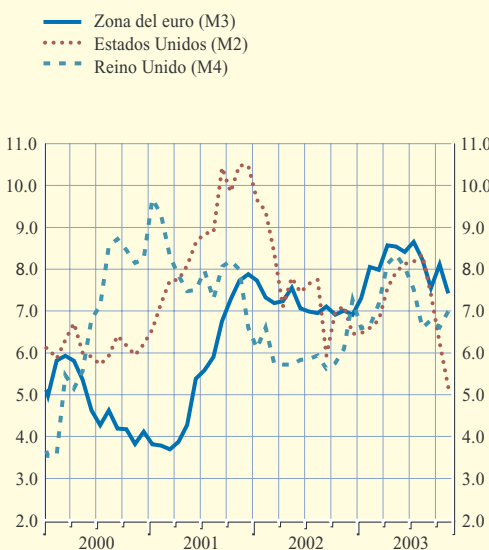
Fuentes: BCE y BPI.

Nota: Los datos subyacentes están expresados en moneda local.

1 Los agregados monetarios son M3 para la zona del euro, M2 para Estados Unidos, M4 para el Reino Unido, M2 más certificados de depósito para Japón y M2+ para Canadá.
2 En Japón y Canadá, la evolución parece haber estado influida considerablemente por factores nacionales y muestra una menor similitud con la de la zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido.

Gráfico B: Crecimiento del agregado monetario amplio de la zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



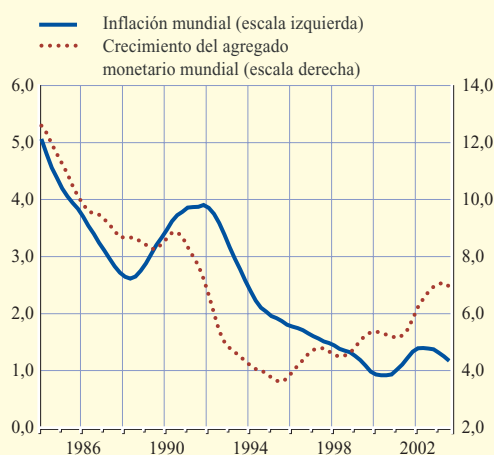
Fuentes: BCE y BPI.

Nota: Los datos subyacentes están expresados en moneda local.

los últimos años ha sido bastante elevado, especialmente si se considera el bajo nivel de inflación. En el Reino Unido, empezó a producirse un aumento del crecimiento de M4 en el 2000. En Estados Unidos y la zona del euro, los agregados monetarios amplios crecieron fuertemente en el 2001, impulsados en ambos casos por reestructuraciones de cartera que supusieron la salida de fondos de los mercados financieros. Aunque estas tendencias sean, en parte, resultado de factores específicos de cada país, también influyeron importantes factores comunes, como la mayor volatilidad de los mercados de valores, la prolongada caída de las cotizaciones bursátiles, la creciente incertidumbre económica, y también los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001.

Gráfico C: Crecimiento del agregado monetario mundial e inflación mundial

(media móvil de dos años de las tasas de variación interanuales; datos trimestrales)

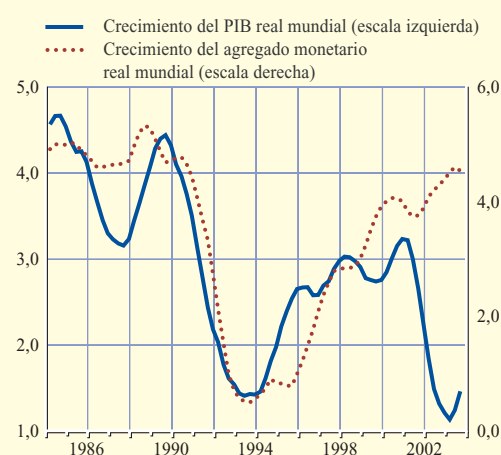


Fuentes BCE, Eurostat, BPI y OCDE.

Nota: El agregado monetario mundial es la suma simple de los agregados monetarios amplios de la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá, convertidos a euros utilizando los tipos de cambio correspondientes a la paridad del poder adquisitivo. El deflactor del PIB mundial es la media ponderada de los defladores del PIB de la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá, construida utilizando las ponderaciones del PIB.

Gráfico D: Crecimiento del PIB real mundial y del agregado monetario real mundial

(media móvil de dos años de las tasas de variación interanuales; datos trimestrales)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI y OCDE.

Nota: El crecimiento del PIB real mundial es la media ponderada de las tasas de crecimiento del PIB real de la zona del euro, Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá, construida utilizando las ponderaciones del PIB. El agregado monetario real mundial es el agregado monetario nominal mundial deflactado por el deflactor del PIB de la zona del euro.

A principios del 2003, se aprecia en las tres series monetarias una tendencia al alza similar y paralela, probablemente originada por la creciente incertidumbre que la situación geopolítica suscitaba en esos momentos en los inversores. El nivel relativamente bajo de los tipos de interés contribuyó también de forma significativa al aumento del crecimiento monetario que parece, sin embargo haberse estabilizado más recientemente, mostrando ciertas señales de moderación, con el retorno de fondos a los mercados de renta variable, en un contexto de menor volatilidad de los mercados.

Relación entre el crecimiento monetario y otras variables macroeconómicas a escala mundial

El gráfico C presenta la evolución de la tasa de crecimiento interanual de un agregado monetario mundial (en términos nominales) y de la tasa de inflación mundial (medida por el deflactor del PIB). Aunque en varios episodios sólo existe una escasa relación en la evolución de las dos variables, en conjunto se observa una correlación positiva entre la inflación mundial y el crecimiento

monetario mundial. El gráfico sugiere que el descenso del crecimiento monetario mundial precedió al período desinflacionista de la primera mitad de la década de los noventa. Sin embargo, a partir de mediados de 1995, la relación entre las dos variables resulta menos clara. Si bien el crecimiento monetario mundial aumentó a partir de la mitad de la década de los noventa, la inflación mundial siguió disminuyendo y sólo comenzó a elevarse a partir del 2001.

El gráfico D compara la evolución del agregado monetario mundial en términos reales con la del PIB real mundial. Al igual que con la inflación, aparece una correlación positiva entre el crecimiento monetario real mundial y el de la actividad económica real mundial: períodos en los que el crecimiento del PIB real mundial es relativamente alto parecen coincidir con períodos en los que el crecimiento del agregado monetario real mundial es también relativamente elevado, y viceversa. La principal excepción se produce a partir de mediados del 2001, período durante el cual la tasa interanual de crecimiento del agregado monetario real mundial experimentó un notable incremento, mientras que la del PIB real mundial disminuyó sensiblemente. Este es otro indicio de que la fuerte turbulencia que sacudió a los mercados financieros (y que estuvo relacionada con la acusada incertidumbre en torno a la situación económica, financiera y geopolítica observada en los últimos años en todo el mundo) orientó las preferencias de los agentes económicos hacia activos más seguros y con un mayor grado de liquidez, como los que están incluidos en los agregados monetarios amplios. La brecha entre el crecimiento monetario real y el del PIB real a escala mundial (en términos de medias móviles de dos años) alcanzó un máximo de 3,4 puntos porcentuales en el primer trimestre del 2003, y sólo se redujo ligeramente en los dos trimestres siguientes.

En conjunto, la comparación muestra que la clara divergencia registrada recientemente entre la evolución del crecimiento monetario y la del PIB nominal no fue un fenómeno limitado a la zona del euro. En efecto, parece que varios factores comunes contribuyeron a generar tendencias similares en otras grandes economías. De cara al futuro, parece existir cierta incertidumbre en cuanto a cómo se materializará el abultado exceso de liquidez actual. Aunque es posible que la mayor preferencia de los agentes por la liquidez en la distribución de sus carteras se torne en un fenómeno estructural, también existen riesgos de que el exceso de liquidez provoque en el futuro un aumento de la inflación y/o nuevas burbujas de precios de activos a escala mundial³. Por este motivo, será necesario realizar un atento seguimiento de la evolución futura de la liquidez.

3 Véase también el recuadro titulado "¿Qué podría suceder con el exceso de liquidez acumulado en la zona del euro?" en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2003.

económicos, tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuaron con la reposición a niveles previos de los saldos de efectivo iniciada tras la puesta en circulación del euro, en enero del 2002. Por otra parte, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, muy reducido, ha contribuido a que este tipo de depósitos se consideren bastante atractivos.

La tasa de crecimiento interanual del total de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo prácticamente estable en noviembre, tras el descenso registrado desde mayo del 2003. También hay señales que apuntan a que podría haberse interrumpido la caída del diferencial de crecimiento entre los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo inferior o igual a dos años) y los depósitos desde finales del 2002. Este fuerte descenso estuvo relacionado con importantes desplazamientos, desde depósitos a corto plazo hacia depósitos de ahorro a corto plazo que, a su vez, se vieron impulsados, fundamentalmente, por la disminución del diferencial entre los tipos de interés con que las IFM remuneran estos depósitos. La reciente estabilización del diferencial puede explicar el motivo por el que los agentes económicos parecen haber dejado de trasvasar fondos desde los depósitos a corto plazo.

Cuadro 1: Cuadro resumen de variables monetarias de la zona del euro

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales					
		2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 Oct	2003 Nov
M1	42,9	8,8	10,1	11,3	11,4	12,2	10,7
Efectivo en circulación	6,2	12,9	39,1	35,8	29,6	26,1	26,3
Depósitos a la vista	36,7	8,2	6,5	8,0	8,9	10,2	8,4
M2 - M1 (=otros depósitos a corto plazo)	42,1	4,8	4,3	5,4	5,6	4,4	4,6
Depósitos a plazo hasta dos años	17,1	1,5	0,4	-0,2	-1,6	-4,0	-3,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,0	7,6	7,5	9,8	11,4	11,0	10,7
M2	85,0	6,7	7,1	8,2	8,4	8,2	7,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	15,0	8,5	10,5	9,8	7,4	7,6	6,4
M3	100,0	7,0	7,6	8,4	8,3	8,1	7,4
Crédito a residentes en la zona del euro	169,3	4,1	4,2	4,7	5,4	5,7	6,3
Crédito a las Administraciones Públicas	36,4	2,0	2,1	3,4	4,8	6,7	7,1
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,5	-1,2	-1,2	-0,5	1,0	1,4	1,5
Crédito al sector privado	132,9	4,7	4,8	5,1	5,5	5,5	6,0
Préstamos al sector privado	115,5	4,8	5,0	4,6	4,9	5,1	5,6
Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)	51,2	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	6,6

Fuente: BCE.

1) A finales de noviembre del 2003. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3, cuyo principal componente son las participaciones en fondos del mercado monetario, descendió hasta el 6,4% en noviembre. Más allá de la evolución mensual, muy volátil, la moderación de esta tasa, observada desde el segundo trimestre del 2003, sugiere que es posible que los agentes económicos hayan empezado a reestructurar sus inversiones financieras con cautela y que estén optando por activos a más largo plazo y de mayor riesgo fuera de M3.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las principales contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado aumentó hasta el 5,6% en noviembre, desde el 5,1% de octubre (véase cuadro 1), lo que confirma las señales anteriores de que se había producido un repunte en el crecimiento de los préstamos. Es probable que el aumento de la demanda de préstamos al sector privado esté ligado a las mejores perspectivas económicas y a la persistencia de unos tipos de interés reducidos en los préstamos y créditos concedidos por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro. Al mismo tiempo, es necesario tener en cuenta que las modificaciones en la normativa jurídica y fiscal podrían haber influido al alza en el crecimiento de los préstamos observado a finales de año. Por consiguiente, queda por ver si la recuperación del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM se confirma en 2004.

La tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito otorgado al sector privado por las IFM (que incluye, además de los préstamos de las IFM, las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado) también se elevó considerablemente, hasta el 6%, en noviembre. La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas continuó su tendencia al alza, y se situó en el 7,1% en noviembre, frente al 6,7% de octubre, debido al aumento de los déficit presupuestarios.

A lo largo del 2003, la demanda de depósitos a más largo plazo y de bonos bancarios por parte de los inversores se elevó lentamente, un incremento que, probablemente, esté relacionado con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que hizo que estos activos se consideraran relativamente más atractivos que los activos a más corto plazo. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) ascendió gradualmente, hasta alcanzar el 6,6% en noviembre, frente al 5% de marzo, lo que también sustenta la hipótesis de que los agentes económicos han empezado, aunque con gran cautela, a reestructurar sus inversiones financieras, invirtiendo más en activos financieros a más largo plazo.

Por último, en noviembre, los flujos anuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro descendieron por quinto mes consecutivo. Las variaciones de estos activos obedecen, en gran parte, a las transacciones entre no residentes en la zona del euro y agentes de la zona distintos de IFM, liquidadas a través de las IFM de la zona del euro. Según datos de balanza de pagos

(disponibles únicamente hasta octubre), la reducción de los flujos anuales de los activos exteriores netos de las IFM se debió, principalmente, a que los residentes en la zona del euro adquirieron más bonos y acciones y participaciones extranjeros. En cambio, el acusado incremento de los flujos anuales de los activos exteriores netos de las IFM registrado entre mediados del 2001 y mediados del 2003 tuvo su origen, fundamentalmente, en el hecho de que los residentes de la zona del euro compraron menos acciones y participaciones extranjeras y de que, posteriormente, no residentes adquirieron más bonos de la zona del euro. Por consiguiente, la disminución de los flujos anuales de los activos exteriores netos de las IFM observada en los últimos cinco meses parece congruente con anteriores desplazamientos de cartera relacionados con la disminución de la elevada incertidumbre en los mercados financieros.

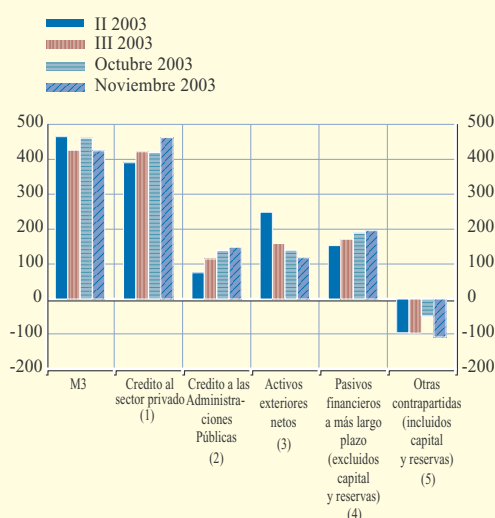
En resumen, la moderación del crecimiento de M3 observada en los últimos meses se ha visto impulsada, básicamente, por la elevación de la tasa de crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas), y por un descenso de los flujos anuales de los activos exteriores netos de las IFM (véase gráfico 4). La combinación de estos factores sugiere que los agentes de la zona del euro pueden haber empezado a invertir más en activos financieros a más largo plazo y menos en instrumentos a corto plazo incluidos en M3, aunque con cautela. Al mismo tiempo, el fuerte aumento del crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado y a las Administraciones Públicas siguió estimulando el crecimiento de M3.

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en octubre del 2003. Un aspecto notable fue el incremento de la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras que, en cier-

Gráfico 4: Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



Fuente: BCE.
M3=1+2+3-4+5

Cuadro 2: Emisión de valores por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldos vivos, mm de euros		Tasas de crecimiento interanuales, % ¹⁾				
	2003 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 Sep	2003 Oct
Emisión de valores distintos de acciones:	8.657	6.9	6.7	6.8	6.9	6.9	7.1
IFM	3.264	6.1	5.4	4.7	4.8	4.7	5.5
Instituciones financieras no monetarias	641	25.5	26.0	26.2	27.8	28.0	28.2
Sociedades no financieras	577	4.2	6.2	10.2	10.0	8.8	9.4
Administraciones Públicas	4.173	5.7	5.4	5.7	5.4	5.7	5.4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	3.964	4.8	4.4	4.7	4.7	4.9	4.6
Otras Administraciones Públicas	209	28.4	31.4	28.8	22.0	23.2	21.3
Emisión de acciones cotizadas:	3.304	1.0	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1
IFM	495	0.9	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1
Instituciones financieras no monetarias	307	0.5	0.3	2.0	2.1	1.9	1.9
Sociedades no financieras	2.502	1.1	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0

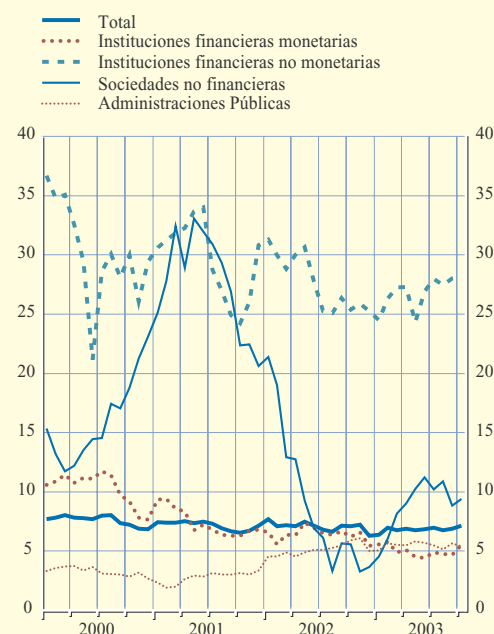
Fuente: BCE.

1) Para las acciones cotizadas y los valores distintos de acciones, medias trimestrales de las tasas mensuales de crecimiento interanual.

ta medida, corrigió el leve descenso observado durante los meses de verano. La emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro continuó creciendo a un ritmo moderado en octubre.

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

(tasas de variación interanuales)

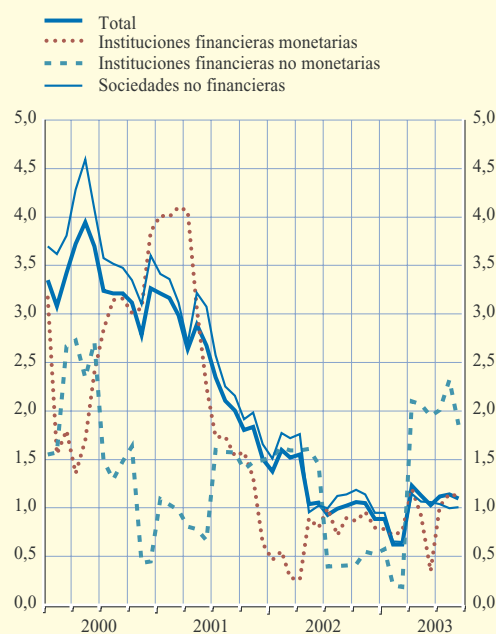


Fuente: BCE.

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

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se elevó hasta el 7,1% en octubre del 2003, desde el 6,9% de septiembre (véase gráfico 5), como consecuencia del incremento de 0,9 porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que se situó en el 10,3% en octubre, y de 0,2 puntos porcentuales en lo que respecta a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, hasta el 6,8%.

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras ascendió hasta el 9,4% en octubre del 2003, frente al 8,8% de septiembre (véase cuadro 2). Esta dinámica ha corregido, en cierta medida, el leve descenso de la tasa de crecimiento interanual observado durante los meses de verano. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo elevado, a una tasa del 28,2%, en octubre. Este fuerte crecimiento se debió, en parte, a la emisión indirecta de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras, sobre todo en los sectores de telecomunicaciones y de servicios públicos (*utilities*), a través de filiales financieras.

Por lo que respecta a las emisiones del sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Centrales fue del 4,6% en octubre del 2003, similar a la tasa media de crecimiento interanual de este sector en el período comprendido entre enero y octubre. Las otras Administraciones Públicas, principalmente las Administraciones Regionales y Locales, continuaron con sus elevadas emisiones de este tipo de valores.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ha estado fluctuando entre el 1% y el 1,3% desde abril del 2003 (véanse gráfico 6, cuadro 2 y recuadro 2, titulado “Nuevas estadísticas del BCE sobre operaciones con acciones cotizadas”). En octubre del

Recuadro 2

NUEVAS ESTADÍSTICAS DEL BCE SOBRE OPERACIONES CON ACCIONES COTIZADAS

El presente *Boletín Mensual* incluye por vez primera estadísticas mensuales de operaciones con acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, remontándose el período de referencia a enero de 1999 (véase el cuadro 4.4 de la sección “Estadísticas de la zona del euro”). Estos nuevos datos complementan las estadísticas de saldos vivos que se vienen publicando, al facilitar información sobre nuevas emisiones y amortizaciones de acciones cotizadas. La principal ventaja de las nuevas estadísticas radica en que éstas proporcionan medidas fidedignas de los fondos captados mediante la emisión de acciones cotizadas. Estas medidas difieren de aquéllas basadas en comparaciones de los saldos vivos, ya que no incluyen revalorizaciones, reclasificaciones y otras modificaciones ajenas a las operaciones realizadas. Desde la perspectiva de la política monetaria, resulta interesante realizar un seguimiento de la emisión de acciones, dada su importancia como fuente de financiación. El acceso directo a fondos en los mercados de acciones es una alternativa a la apelación a los mercados de valores distintos de acciones o a los intermediarios financieros, como las entidades bancarias. Los desplazamientos entre una u otra forma de financiación a lo largo del tiempo también podrían afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este recuadro se describen las nuevas estadísticas y destacan algunas de sus principales características, incluidas las fluctuaciones registradas durante los últimos años en la emisión de acciones cotizadas.

Descripción de las nuevas estadísticas

El concepto de acciones engloba todos los activos financieros que representan derechos de propiedad sobre sociedades. Por lo general, estos activos financieros confieren a sus tenedores una participación en los beneficios de la sociedad y, en caso de liquidación, en sus activos netos. En la mayor parte de los casos, también conceden a los tenedores el derecho de voto en la junta general de accionistas de la sociedad. En general, las acciones proporcionan a los tenedores una parte alícuota de la propiedad de la sociedad, mientras que, en el caso de los valores distintos de acciones, sus tenedores son acreedores. La categoría de “acciones cotizadas” incluye todas las acciones con precios cotizados en una bolsa de valores reconocida o en otros tipos de mercados regulados.¹

Las estadísticas de acciones cotizadas diferencian entre las emisiones realizadas por las sociedades no financieras, las instituciones financieras monetarias y las instituciones financieras no monetarias.

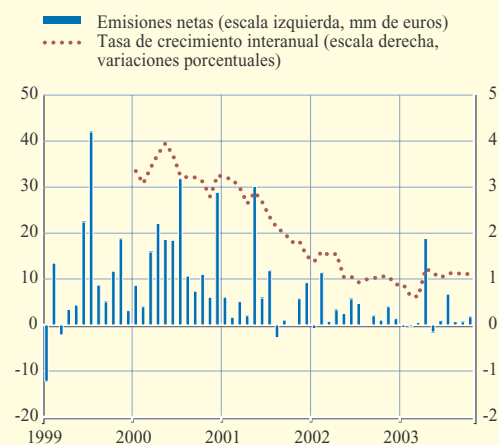
Los datos sobre operaciones con acciones cotizadas proporcionan información acerca del volumen de fondos captado por el emisor. Las operaciones se refieren a las emisiones de acciones cotizadas, en las que el emisor vende valores a cambio de efectivo (emisiones brutas), o a todas las recompras de acciones llevadas a cabo por el emisor, en las que el inversor recibe efectivo por la entrega de los valores (amortizaciones). Las emisiones brutas incluyen las operaciones en las que las acciones de las sociedades quedan admitidas por vez primera a cotización en una bolsa de valores (por ejemplo, ofertas públicas de venta), así como las ampliaciones de capital (por ejemplo, ofertas públicas secundarias). Un ejemplo de amortización sería la recompra de acciones por parte de una sociedad que conlleva una reducción del capital. Las emisiones netas son las resultantes de la diferencia entre las emisiones brutas y las amortizaciones.

Las operaciones con acciones cotizadas y sus saldos vivos se computan a valor de mercado. Esto significa que, para una determinada operación, las emisiones brutas y las amortizaciones se valoran al precio al que ésta tuvo lugar. En el caso de los saldos vivos, el valor de mercado se calcula multiplicando el número de acciones en circulación al final del período de referencia por el último precio cotizado en ese período de referencia. Esta forma de cómputo implica que los saldos vivos publicados se vuelven a valorar cada mes haciendo uso del último precio cotizado.

No obstante, a efectos de medición de la actividad emisora en términos de tasas de crecimiento, las comparaciones intertemporales de saldos vivos a precios de mercado son inadecuadas, dado que su contenido informativo se vería distorsionado por modificaciones ajenas a las operaciones realiza-

Gráfico A: Emisiones netas y tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro

(datos mensuales)



Fuente: BCE.

¹ Véase también el recuadro titulado “Mejoras recientes en las estadísticas de emisiones de valores” en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2003.

das, tales como fluctuaciones de los precios de las acciones. Con el fin de evitar este problema, los nuevos datos publicados de operaciones con acciones cotizadas se combinan con los saldos vivos para elaborar un “índice” de volúmenes nacionales que permita calcular las tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas, al igual que ya se viene realizando en los casos de los valores distintos de acciones y de los agregados monetarios y sus contrapartidas en el balance de situación de las IFM.

Evolución reciente de la emisión de acciones cotizadas

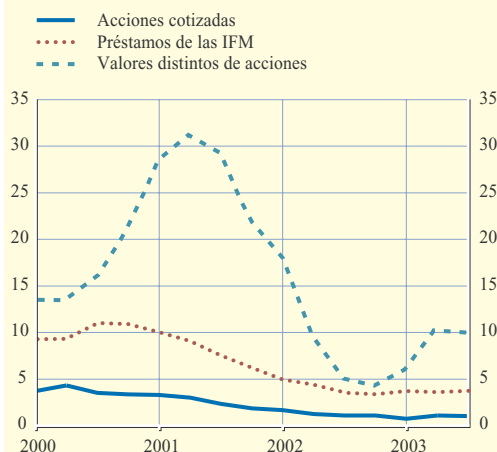
La decisión de emitir valores por parte de una empresa obedece, principalmente, a su necesidad de captar fondos, mientras que su elección de instrumentos refleja, en gran medida, los precios relativos de esos instrumentos, así como consideraciones relativas a impuestos, costes de una eventual quiebra, costes de agencia e información asimétrica.

En los últimos años, la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se ha visto sometida a ciertas fluctuaciones.² La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro se situó en torno al 3% durante el primer semestre del año 2000, antes de que los precios de las acciones comenzaran a descender (véase gráfico A). Con posterioridad, la tasa de crecimiento interanual experimentó una caída sustancial y prolongada, disminuyendo hasta un 0,6% en marzo del 2003. Las emisiones se han recuperado en cierta medida durante los últimos meses, de modo que, a partir de abril del 2003, la tasa de crecimiento interanual se ha situado ligeramente por encima del 1%.

2 Véase asimismo el recuadro titulado “Evolución reciente de la emisión de acciones en la zona del euro” en el Boletín Mensual del BCE de marzo del 2003.

Gráfico B: Financiación de las sociedades no financieras mediante acciones cotizadas, valores distintos de acciones y préstamos de las IFM

(tasas de variación interanuales, datos trimestrales 1)

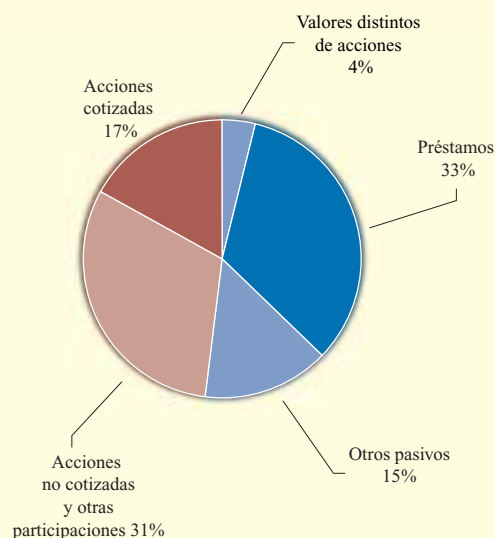


Fuente: BCE.

1) Para las acciones cotizadas y los valores distintos de acciones, medias trimestrales de las tasas mensuales de crecimiento interanual.

Gráfico C: Estructura financiera de las sociedades no financieras

(en porcentaje de los pasivos totales a fin del 2002)



Fuente: BCE.

Nota: En otros pasivos se incluyen los créditos comerciales y los pagos percibidos por anticipado.

Es probable que el estancamiento de la actividad económica durante los años 2001 y 2002 y el estallido de la burbuja tecnológica hayan contribuido al descenso de la actividad emisora en el mercado de acciones. Durante el mismo período, la sustancial caída de los precios de las acciones, la elevada volatilidad de los mercados bursátiles y, con mayor probabilidad, una creciente prima de riesgo de la renta variable, junto con los reducidos niveles de los tipos de interés, dieron como resultado un coste relativamente elevado de la financiación mediante emisión de acciones, y redujeron asimismo el interés de muchas sociedades por captar fondos a través de la cotización de sus acciones en los mercados bursátiles. A la inversa, la recuperación de las cotizaciones bursátiles desde el último mínimo observado en marzo del 2003 contribuyó a reducir el coste de la emisión de acciones, circunstancia que, junto con la mejora de la situación económica general, fue uno de los principales motivos del aumento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones emitidas por los residentes en la zona del euro durante el año 2003.

La emisión total de acciones cotizadas se ha visto impulsada, fundamentalmente, por la actividad emisora de las sociedades no financieras (véase gráfico 6 en el texto principal). Este sector representaba las tres cuartas partes del saldo vivo total existente al término de octubre del 2003 y, por tanto, constituye, con diferencia, el mayor segmento del mercado de acciones cotizadas.

No obstante, la utilización de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro ha disminuido en términos relativos frente a otros métodos de captación de fondos externos. El gráfico B muestra que, en el caso de las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas ha sido persistentemente menor durante los tres últimos años que las tasas de crecimiento interanuales de la emisión de valores distintos de acciones y de los préstamos concedidos por las IFM. Asimismo, los datos anuales de operaciones de las cuentas financieras indican que la ratio de emisión de acciones cotizadas con respecto a la emisión de acciones no cotizadas y otras participaciones también disminuyó entre 1999 y el año 2002. En términos de la estructura financiera global de las sociedades no financieras de la zona del euro, el saldo vivo de acciones cotizadas a finales del 2002 sólo representaba un 17% de los pasivos del sector de sociedades no financieras (véase gráfico C). Cabe reseñar que las acciones no cotizadas y otras formas de participación casi duplicaban en importancia a las acciones cotizadas.

2003, dicha tasa fue del 1,1%. En los distintos sectores, las tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan, aproximadamente, tres cuartas partes del saldo vivo total, y por las IFM, no experimentaron variaciones de septiembre a octubre, situándose, respectivamente, en el 1% y el 1,1%. Por lo que respecta a las instituciones financieras no monetarias (esto es, las empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros distintos de IFM), su tasa de crecimiento interanual fue del 1,9% en octubre, también sin modificaciones con respecto al mes anterior.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Tras elevarse ligeramente en noviembre, los tipos de interés del mercado monetario volvieron a descender en diciembre del 2003 y primera mitad de enero del 2004. La reducción de estos tipos fue más acusada a los plazos más largos y, en consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario pasó a ser menos pronunciada.

En el período considerado, es decir, de finales de noviembre del 2003 al 14 de enero de 2004, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA, se situó, durante la mayor parte del tiempo, ligeramente por encima del tipo mínimo de puja, el 2%, de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Se observaron algunas fluctuaciones del EONIA en la segunda mitad de diciembre del 2003, debido a que este tipo se vio afectado por cambios en la percepción de la situación de liquidez hacia el final del período de mantenimiento de reservas y, posteriormente, por el habitual efecto de fin de año causado por el deseo de las instituciones financieras de ajustar sus balances al finalizar el año (véase gráfico 7).

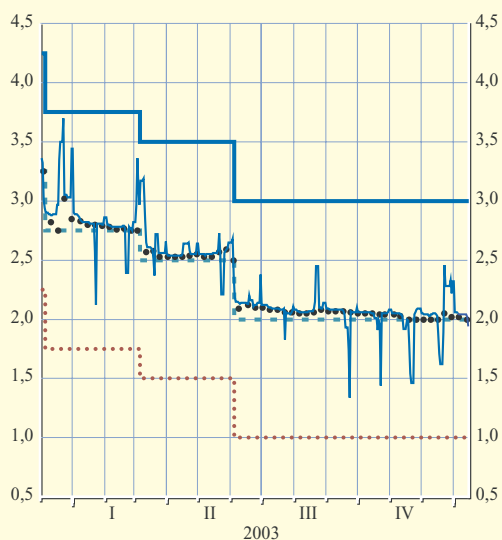
Los tipos EURIBOR disminuyeron entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004. El EURIBOR a doce meses se redujo 28 puntos básicos, y se situó en el 2,19% el 14 de enero de 2004. El descenso de los tipos de interés fue menos acusado en los plazos más cortos, por lo que la inclinación de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por la diferencia entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, se tornó menos pronunciada, y el 14 de enero de 2004 era de 12 puntos básicos, frente a los 32 puntos básicos de finales de noviembre del 2003 (véase gráfico 8). El 14 de enero del 2004, los tipos de interés hasta seis meses registraron niveles relativamente próximos al tipo mínimo de puja, el 2%, de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

El descenso de los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo quedó reflejado, en general, en la evolución del EURIBOR a tres meses implícita en el precio de los futuros. Por ejemplo, el tipo implícito en el precio de los futuros con fecha de entrega en septiembre del 2004 cayó 61 puntos básicos entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, fecha en la que se situó en el 2,25%. Esto indica que, en el citado período, los participantes en el mercado revisaron a la baja sus expectativas en relación con los tipos de interés a corto plazo futuros.

Gráfico 7: Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo marginal de crédito
- Tipo de depósito
- - - Tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación
- Tipo a un día (EONIA)
- Tipo marginal de las operaciones principales de financiación

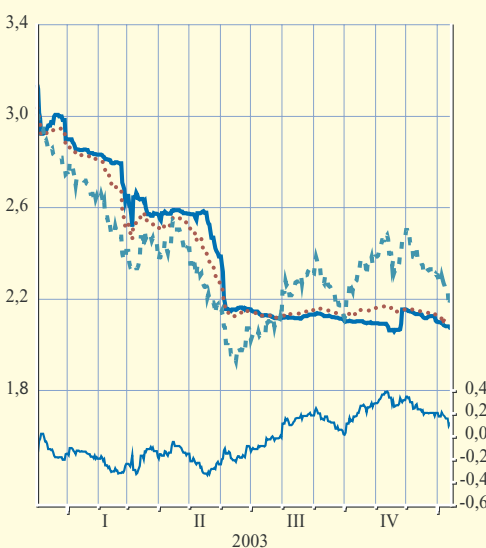


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico 8: Tipos de interés a corto plazo y pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario

(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- EURIBOR a uno y a doce meses (escala derecha)



Fuente: Reuters.

En diciembre del 2003 y durante la primera mitad de enero del 2004, los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema registraron niveles relativamente próximos al tipo mínimo de puja fijado para estas operaciones. En el citado período, los tipos marginal y medio se situaron, en promedio, 1 y 4 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de puja. En la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 18 de diciembre de 2003, los tipos se situaron muy cerca del EURIBOR a tres meses vigente en esa fecha, prácticamente sin variaciones con respecto a la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 27 de noviembre de 2003.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En la zona del euro y en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en el período transcurrido entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija fue estable durante el citado período, pero se mantuvo elevada, sobre todo en Estados Unidos.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió 30 puntos básicos entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, y se situó en el 4% al final de este período (véase gráfico 9), debido a diversos factores. Por un lado, los participantes en el mercado esperaban que la Reserva Federal mantuviera los tipos de interés fijados en el marco de la política monetaria en los reducidos niveles actuales durante más tiempo del anticipado previamente. Por otro, la publicación de datos macroeconómicos positivos ejerció, en algunos casos, una presión al alza sobre el rendimiento de la renta fija.

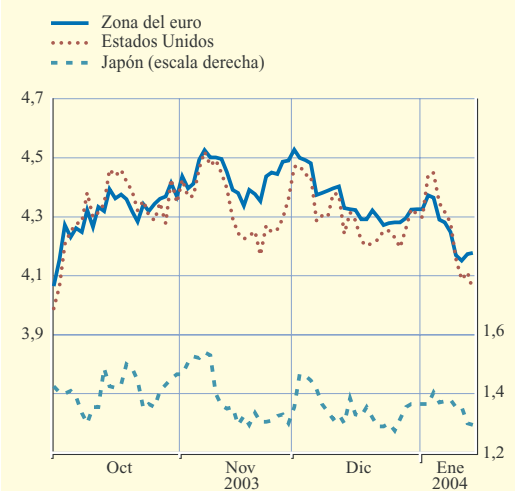
Las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores parecieron disminuir levemente entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, como indica la reducción de 10 puntos básicos de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por el diferencial entre el rendimiento de los bonos nominales y el de la deuda pública indexada con la inflación. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija en Estados Unidos, una medida de la incertidumbre de los participantes en el mercado sobre la evolución futura del rendimiento de la renta fija, disminuyó ligeramente en diciembre del 2003 y durante la primera mitad de enero del 2004, aunque permaneció en niveles elevados desde una perspectiva a más largo plazo (véase gráfico 10).

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo permaneció prácticamente estable, en torno al 1,3%, en diciembre del 2003 y durante la primera mitad de enero del 2004. Esta evolución pareció reflejar las expectativas de los participantes en el mercado de que los tipos de interés a corto plazo permanecerán en los niveles actuales, muy reducidos, en el medio plazo. La incertidumbre entre los participantes en el mercado pareció disminuir en el citado período, tal y como apunta el descenso de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija.

Gráfico 9: Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Reuters.

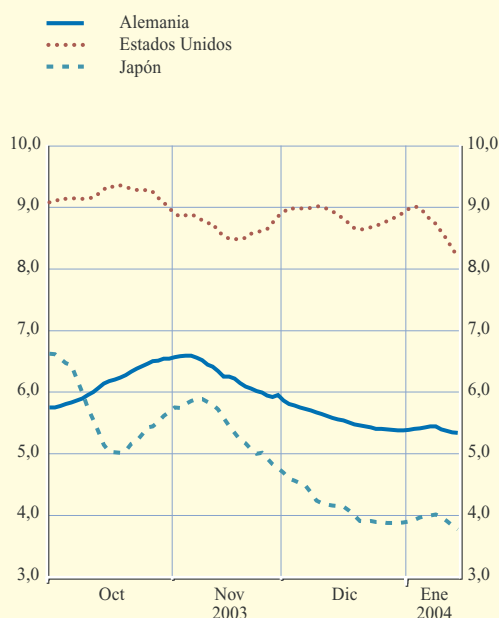
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública disminuyó en todos los plazos en el mes de diciembre del 2003 y durante la primera mitad de enero del 2004. El rendimiento de la deuda pública a diez años cayó 30 puntos básicos entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, fecha en que se situó en el 4,2%. El descenso general del rendimiento de los valores de renta fija pareció reflejar, en cierta medida, las expectativas de los participantes en el mercado de que los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro permanecerían en niveles más reducidos durante más tiempo del previsto a finales de noviembre (véase gráfico 11). Los efectos de la publicación de datos macroeconómicos apoyando, en general, un escenario de recuperación de la zona del euro, quedó parcialmente compensado por la inquietud de los participantes en el mercado sobre el posible impacto negativo de la reciente y pronunciada apreciación del euro en la competitividad de los precios de los exportadores de la zona. Las expectativas de crecimiento medio a largo plazo de los inversores parecieron disminuir entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, tal y como indica el descenso de 20 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a diez años iniciada con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, que se situó en el 1,9% en la citada fecha. Además, en ese mismo período se produjo una leve reducción, de aproximadamente 10 puntos básicos, de la tasa de inflación implícita a diez años calculada a partir de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales a diez años y el de los bonos a diez años iniciados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco.

Gráfico 10: Volatilidad implícita de los mercados de renta fija

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

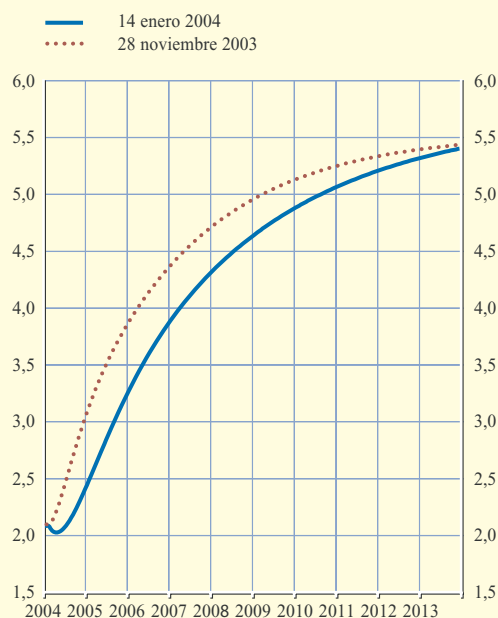


Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 11: Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: Estimación del BCE.

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

El grado de incertidumbre imperante en los mercados de renta fija de la zona del euro apenas ha experimentado variaciones en las últimas semanas, según la dinámica reciente de la volatilidad implícita de los mercados de renta fija que, el 14 de enero de 2004, se situó ligeramente por debajo de su media desde enero de 1999.

2.5 TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM

En el período comprendido entre junio y noviembre del 2003, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones apenas experimentaron variaciones, al tiempo que los tipos a más largo plazo mostraron una evolución contradictoria.

TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO APLICADOS POR LAS IFM

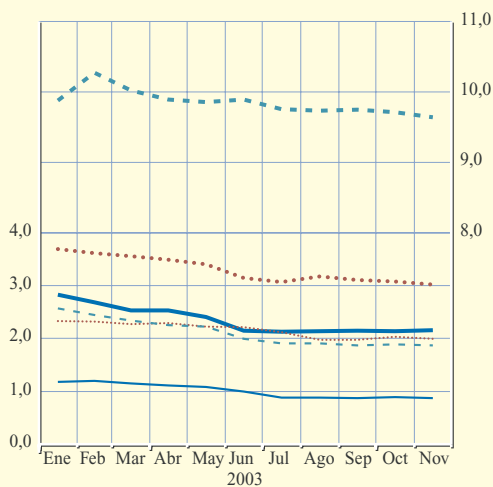
La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM se mantuvo prácticamente sin cambios en noviembre, al igual que en los cuatro meses precedentes, después de descender en la primera mitad del 2003 (véase gráfico 12). En consecuencia, en el período comprendido entre enero y noviembre del 2003, los tipos de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (es decir, disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses) y los de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras disminuyeron más de 30 puntos básicos, al tiempo que el tipo de los depósitos a corto plazo de los hogares (esto es, a plazo

igual o inferior a un año) se redujo 70 puntos básicos. En el mismo período, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras (préstamos por importe superior a 1 millón de euros sin fijación del tipo o con período inicial de fijación a plazo igual o inferior a un año) y el tipo aplicado a los descubiertos en cuenta de los hogares registraron un descenso de alrededor de 65 y 25 puntos básicos, respectivamente. Resulta útil comparar la evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con la dinámica de los tipos del mercado monetario. El tipo de interés del mercado monetario a tres meses, por ejemplo, experimentó una reducción de aproximadamente 65 puntos básicos entre enero y noviembre.

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

- Tipo a 3 meses del mercado monetario (escala izquierda)
- Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - Descubiertos en cuenta de los hogares (escala derecha)
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras (escala derecha)
- Depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (escala izquierda)
- - - Depósitos a corto plazo de los hogares (escala izquierda)



Fuente: BCE.

Nota: Los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras incluyen los préstamos por importe superior a 1 millón de euros sin fijación de tipo o con un período inicial de fijación inferior o igual a un año. Los depósitos de ahorro a corto plazo y los depósitos a plazo de los hogares comprenden los depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses y los depósitos a plazo inferior o igual a un año, respectivamente.

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO APLICADOS POR LAS IFM

En noviembre del 2003, la evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones fue contradictoria (véase gráfico 13). Los tipos de interés de los depósitos de los hogares y los de los préstamos para adquisición de vivienda, ambos a largo plazo, se elevaron en noviembre, al tiempo que los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo y a los depósitos a plazo de las sociedades no financieras disminuyeron en el citado mes. La trayectoria de la mayor parte de los tipos a largo plazo ha sido variada desde junio, mes en que el rendimiento de la deuda pública inició una tendencia al alza. Entre junio y noviembre, el tipo de interés aplicado a los depósitos a largo plazo

de los hogares (a más de dos años) apenas experimentó variaciones. En ese mismo período, los tipos de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda (con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) se incrementaron en torno a 15 puntos básicos, mientras que el de los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras (por importe superior a 1 millón de euros con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años) apenas registró cambios.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En diciembre del 2003 y durante la primera mitad de enero del 2004, las cotizaciones bursátiles en los mercados internacionales continuaron al alza, tras los incrementos registrados en los meses anteriores. Estas elevaciones podrían obedecer, en cierta medida, a la publicación de datos macroeconómicos positivos y a otras indicaciones de mejora de la rentabilidad empresarial. La incertidumbre en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en el período citado. Este descenso, junto a una mayor preferencia por el riesgo por parte de los inversores, parecen haber favorecido la subida de las cotizaciones bursátiles

ESTADOS UNIDOS

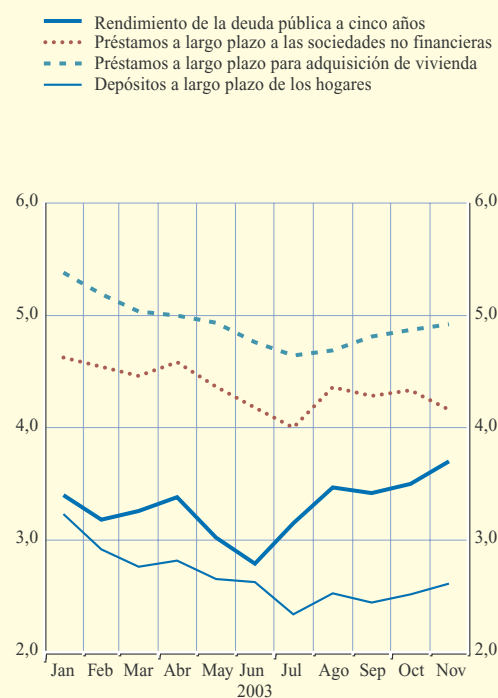
En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se elevaron en torno al 7% entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004 (véase gráfico 14). Este aumento pareció deberse, en cierta medida, a anuncios de resultados empresariales mejores de lo esperado, en general, sobre todo en el sector financiero, así como a una valoración algo más optimista de las expectativas de beneficios a corto plazo por parte de los inversores. Por otra parte, el aumento de las cotizaciones observado recientemente podría ser consecuencia de los elevados precios del petróleo y de su impacto positivo en los beneficios de las empresas del sector energético. De hecho, los sectores energético y financiero estuvieron entre los que más contribuyeron al alza de las cotizaciones bursátiles observada en diciembre. La incertidumbre en los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, disminuyó levemente en el período comprendido entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004 y se situaba, al final del período citado, considerablemente por debajo de su media desde 1999 (véase gráfico 15).

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles se elevaron, en general, en diciembre del 2003 y en la primera mitad de enero del 2004, en un entorno bastante volátil. Esta subida pareció tener su origen en la publicación de datos macroeconómicos positivos en su mayoría, lo que indica que los participantes

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

(en porcentaje; tipos de las nuevas operaciones)

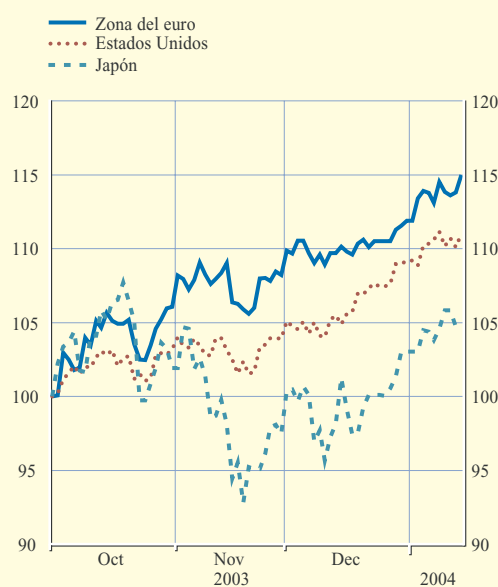


Fuente: BCE.

Nota: Los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras son préstamos por importe superior a 1 millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años. Los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda son préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años. Los depósitos a largo plazo incluyen los depósitos a plazo a más de dos años.

Gráfico 14: Índices bursátiles

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

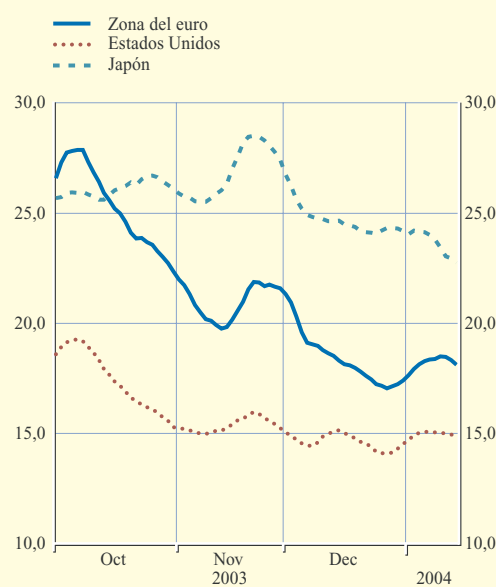


Fuente: Reuters.

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

Gráfico 15: Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

en el mercado se muestran más optimistas sobre las perspectivas económicas. Además, puede que la disminución de la incertidumbre en los mercados de valores también haya contribuido al alza de las cotizaciones. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, una medida de la incertidumbre en el mercado de valores japonés, experimentó un acusado descenso entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004 (véase gráfico 15) hasta un nivel ligeramente inferior a su media desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, se elevaron el 6%, aproximadamente, entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004. Al igual que en Estados Unidos, esta dinámica podría obedecer a una valoración más positiva de las perspectivas de beneficios a corto plazo entre los participantes en el mercado. Esta subida también se debió a la importante contribución del sector energético, que se benefició de los precios del petróleo, relativamente elevados, y del sector financiero, que pareció beneficiarse de las expectativas de mayor integración del sector, entre otros aspectos. Las cotizaciones bursátiles se vieron asimismo favorecidas por la reducción de los tipos de interés reales a largo plazo y de la incertidumbre en los participantes en los mercados de valores de la zona del euro. Es posible que la disminución de la incertidumbre se deba a la considerable reducción de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50 observada entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004 (véase gráfico 15), fecha en que la volatilidad implícita de los mercados de valores se situó próxima a los niveles más bajos observados desde el inicio de la tercera fase de la UEM.

3 PRECIOS Y COSTES

La evolución de la inflación medida por el IAPC registrada en los dos últimos meses del 2003 parece haber sido determinada por los precios de la energía y de los alimentos. Según el avance de Eurostat, estos precios fueron los que contribuyeron en mayor medida al aumento de la inflación hasta el 2,2% en noviembre (frente al 2% observado en octubre), mientras que ayudaron a reducir la inflación al 2,1% en diciembre. Aunque la tasa de variación interanual de los precios industriales se ha elevado en noviembre, los últimos datos no señalan fuertes presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción, debido, en gran parte, al efecto moderador de la apreciación del euro. Por lo que se refiere a los costes laborales, la evolución más reciente sigue sustentando la valoración de que el crecimiento salarial se ha ido estabilizando en la zona del euro desde el inicio del 2002. A la vista de estas consideraciones, y siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones que afecten a los precios, se espera que la inflación medida por el IAPC descienda por debajo del 2% en el transcurso del 2004, y permanezca, posteriormente, en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE DICIEMBRE DEL 2003

Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 2,1% en diciembre del 2003 (véase cuadro 3), 0,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en noviembre. Pese a la incertidumbre que rodea a las estimaciones preliminares, parece que parte del descenso se deriva de la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, que a su vez puede explicarse, en parte, por la apreciación del euro. Además, también existen señales de que el fuerte aumento de los precios de los alimentos no elaborados observado en el verano del 2003 ha empezado a reducirse. Según el avance, la tasa media de inflación medida por el IAPC se situaría en el 2,1% para el conjunto del año 2003.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN NOVIEMBRE DEL 2003

Como consecuencia, fundamentalmente, de un efecto de base de los precios energéticos, pero también de un nuevo ligero aumento de los precios de los alimentos originado por los impuestos sobre el tabaco, la inflación medida por el IAPC se elevó al 2,2% en noviembre del 2003, frente al 2% registrado en oc-

Cuadro 3: Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2002	2003	2003 Jul	2003 Ago	2003 Sep	2003 Oct	2003 Nov	2003 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,3	.	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1
Energía	-0,6	.	2,0	2,7	1,6	0,7	2,2	.
Alimentos no elaborados	3,1	.	2,7	3,3	4,2	3,9	4,0	.
Alimentos elaborados	3,1	.	3,1	3,0	3,2	3,5	3,9	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	.	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	.
Servicios	3,1	.	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	-0,1	.	1,3	1,3	1,1	0,9	1,4	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	25,0	26,5	23,9	24,7	24,6	24,0
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	-7,5	-5,2	-4,7	-3,7	0,2	-0,2

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

1) La inflación medida por el IAPC de diciembre del 2003 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

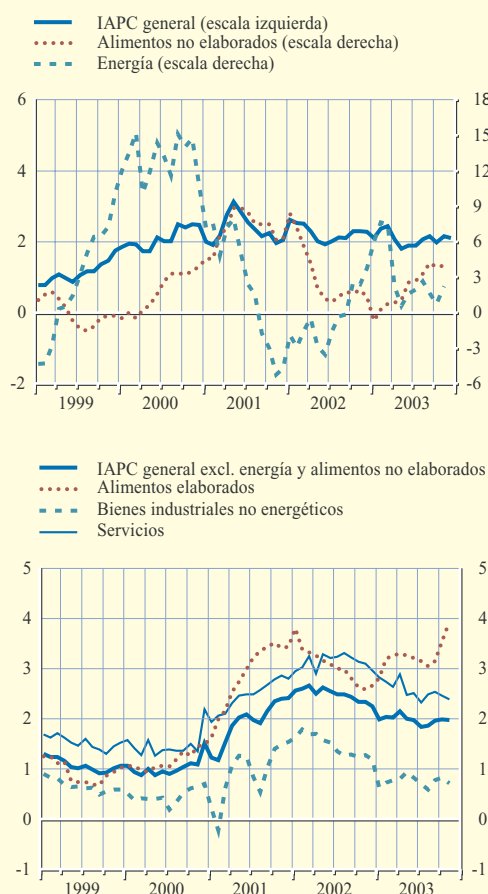
tubre. Por su parte, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, se mantuvo estable en el 2%, al verse compensado el incremento de la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados por el leve descenso de las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

Los dos componentes más volátiles del IAPC contribuyeron a la elevación de la inflación medida por ese índice en noviembre del 2003, aunque en distinta medida. La tasa de variación interanual de los precios energéticos aumentó al 2,2% en noviembre del 2003, desde el 0,7% observado en el mes anterior (véase gráfico 16). Este incremento fue resultado de un efecto de base, ya que el nivel de los precios de la energía disminuyó ligeramente en noviembre en comparación con octubre, debido, principalmente, a los precios del gas. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados creció levemente en noviembre del 2003, hasta el 4%. La evolución de los precios de los alimentos no elaborados presenta cierta diversidad entre los países de la zona del euro. En algunos de ellos, los efectos de las condiciones meteorológicas extremas que padecieron durante el verano parecen estar remitiendo, mientras que, en otros, las tasas de variación interanuales de los precios de las hortalizas seguían subiendo en noviembre del 2003.

Por otro lado, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió también a elevarse en noviembre del 2003, hasta el 3,9%, desde el 3,4% observado en octubre, como consecuencia, básicamente, de la subida de los impuestos sobre el tabaco llevada a cabo en Francia. En los próximos meses se espera un nuevo aumento de los impuestos sobre el tabaco en varios Estados miembros. En el recuadro 3 se examina con más detalle la evolución reciente de los impuestos indirectos y de los precios administrados y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC. Contrariamente a los precios de los alimentos elaborados, las tasas de variación interanuales de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se redujeron, 0,1 puntos porcentuales en ambos casos, hasta situarse en el 0,7% y el 2,4%, respectivamente. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos experimentó una disminución relativamente generalizada en todos sus componentes, lo que sugiere que la evolución de estos precios se ha visto influida por el efecto moderador de la apreciación del euro. Sin embargo, es difícil extraer conclusiones precisas sobre ese impacto, dado el carácter marcadamente estacional de algunos de estos precios.

Gráfico 16: Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 3

EL IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS Y DE LOS PRECIOS ADMINISTRADOS SOBRE LA INFLACIÓN

En los últimos años, los impuestos indirectos, especialmente los relativos al tabaco, y los precios administrados han tenido una creciente incidencia al alza sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, siendo uno de los factores explicativos de la relativa rigidez de dicha inflación en los dos últimos años. Para los próximos meses, puede esperarse alguna incidencia al alza adicional, aunque existe todavía cierta incertidumbre en cuanto al momento preciso en que se producirán estos efectos y a su magnitud.

Impuestos indirectos

Los impuestos indirectos gravan numerosos bienes y servicios, a través del IVA, que se aplica a una amplia gama de bienes y servicios, o de impuestos sobre determinados bienes o servicios, como la energía o el tabaco. Desde enero del 2002, los impuestos sobre el tabaco han aumentado considerablemente, mientras que los demás impuestos indirectos no han experimentado una subida tan pronunciada.

En el 2002 y 2003, se han elevado los impuestos especiales sobre el tabaco en varios países de la zona del euro. Esta elevación puede obedecer, fundamentalmente, a un esfuerzo por reducir el consumo de tabaco por motivos de salud, pero puede reflejar también la necesidad de los gobiernos de obtener ingresos para hacer frente a presiones presupuestarias. Desde enero del 2002,

como consecuencia, principalmente, del incremento de los impuestos sobre este producto, la tasa de variación interanual de los precios del tabaco de la zona del euro ha registrado un aumento significativo (véase gráfico A), situándose en el 11,6% en noviembre del 2003. En el 2004, las subidas de impuestos aprobadas y propuestas deberían incidir nuevamente al alza sobre los precios del tabaco en varios países de la zona del euro.

Otros impuestos indirectos, como los relativos a la energía o el IVA, influyen también en la evolución de los precios. Sin embargo, en los dos últimos años, las tasas medias del IVA apenas han experimentado cambios en la zona del euro. Asimismo, aunque se haya observado cierto incremento de los impuestos sobre la energía en los dos últimos años, este aumento no ha sido tan marcado como el registrado en los impuestos sobre el tabaco.

Precios administrados

Además de la evolución de los impuestos indirectos, también tiene interés conocer la de los precios administrados, ya que no viene necesariamente impulsada, al menos en el corto plazo, por factores macroeconómicos generales, como presiones externas o internas sobre los precios y los costes, o el ciclo económico. Sin embargo, no es fácil definir los precios administrados, especialmente en el ámbito de la zona del euro. Lo que es un precio administrado en un país podría ser un precio determinado por el mercado en otro. Incluso dentro de un mismo país no siempre es fácil distinguir entre

Gráfico A: Precios del tabaco e inflación medida por el IAPC general

(tasas de variación interanuales y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

precios administrados y precios determinados por el mercado. Pese a estas limitaciones, el gráfico B ilustra la evolución de una medida aproximativa de los precios administrados en el componente de servicios del IAPC¹. Desde finales del 2001, la tasa de variación interanual de esta medida aproximativa ha sido más elevada que la inflación medida por el IAPC general, pero el aumento de la contribución de los precios administrados a la inflación medida por el IAPC ha sido incluso mayor que el que se deriva de las tasas relativas de variación de los precios administrados y del IAPC general. Ello se debe a la ampliación de la cobertura del IAPC a algunos componentes relativos a la sanidad, la protección social y la educación llevada a cabo en enero del 2001. Cabe observar que estas estimaciones sólo se refieren a un conjunto relativamente limitado de precios administrados.

Existen otros precios administrados total o parcialmente en los distintos países (por ejemplo, los alquileres regulados), que no se consideran en el presente recuadro. En el 2004, las medidas aprobadas y propuestas deberían tener nuevamente una incidencia al alza sobre los precios administrados de los bienes y servicios en varios países de la zona del euro².

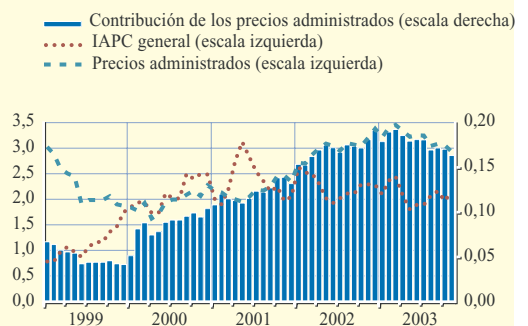
Evolución futura probable

Tal y como se indicaba anteriormente, teniendo en cuenta las medidas aprobadas o propuestas, puede esperarse una nueva incidencia al alza de los impuestos sobre el tabaco y de los precios administrados en el 2004. Sin embargo, cabe destacar que no siempre es posible identificar o cuantificar estos efectos con anticipación. Los procesos presupuestarios difieren entre los países, de modo que, en algunos casos, se anuncia la aplicación de ciertas medidas con anticipación, mientras que, en otros, la información proporcionada es escasa. Además, no existe una amplia difusión de los datos relativos a los precios absolutos en euros de determinados bienes y servicios, que serían necesarios para obtener una estimación cuantitativa precisa del impacto. Por último, en algunos casos, si se aplican los precios por primera vez o si la estructura de precios es compleja, puede no estar claro con anticipación cual será la repercusión o el impacto sobre el IAPC.

En un horizonte más dilatado, es decir, para el 2005 y los años siguientes, se dispone actualmente de una información muy limitada sobre los cambios previstos en los impuestos indirectos y los precios administrados. Toda vez que estas medidas se adoptan frecuentemente poco tiempo antes de su aplicación, pueden suponer revisiones de las previsiones y proyecciones de inflación publicadas anteriormente, debido a que, normalmente, la mayor parte de estas previsiones y proyecciones, incluidas las del BCE, sólo tienen en cuenta las medidas fiscales programadas o ya adoptadas.

Gráfico B: Precios administrados e inflación medida por el IAPC general

(tasas de variación interanuales y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1 Dadas las diferencias existentes entre los países de la zona del euro, sólo se puede construir una tosca y estrecha medida aproximativa de los precios administrados, en la que se incluyen los componentes siguientes: tratamiento de aguas residuales (ponderación en el IAPC en el 2003, 0,5%), recogida de basuras (0,5%), servicios médicos y paramédicos (0,9%), servicios de odontología (0,6%), servicios hospitalarios (0,7%), transporte de pasajeros por ferrocarril (0,4%), servicios de correos (0,2%), educación (0,9%) y protección social (0,9%). La ponderación agregada de estos componentes en el IAPC es del 5,6%.

2 Para el 2004 se prevén cambios en los precios administrados de los bienes y servicios, especialmente en la sanidad.

Cuadro 4: Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

	2001	2002	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III
Salarios negociados	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,4	2,5
Costes laborales totales por hora	3,3	3,5	3,2	3,5	3,1	3,3	3,0
Coste laboral bruto mensual	2,9	3,0	3,1	3,1	2,9	2,8	2,6
Remuneración por asalariado	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	0,2	0,4	0,6	0,9	0,6	0,0	0,2
Costes laborales unitarios	2,5	2,1	1,9	1,5	2,0	2,7	2,4

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

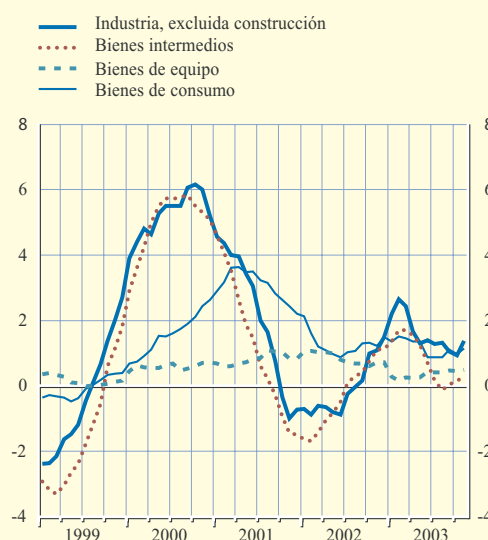
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

En la actualidad se observa una contención de las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción, como consecuencia, en gran medida, del efecto moderador de la apreciación del euro, que contribuyó a frenar la subida del precio de las materias primas distintas del petróleo, originada por el aumento de la demanda mundial de materias primas. En noviembre del 2003, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, se elevó al 1,4%, frente al 0,9% registrado en el mes precedente (véase gráfico 17), como resultado, principalmente, del incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía. En consecuencia, la tasa de variación interanual del IPRI, excluida la energía, sólo experimentó un aumento de 0,1 puntos porcentuales, en comparación con octubre del 2003.

Los precios industriales de la energía subieron un 3,4% en noviembre del 2003, desde el 1,7% del mes anterior. Este incremento se debió, enteramente, a un efecto de base relacionado con el acusado descenso observado en noviembre del 2002 en el precio del petróleo en euros, que permaneció prácticamente estable en noviembre del 2003, en comparación con el mes precedente. En los sectores de bienes de equipo, en noviembre del 2003 los precios se situaron un 0,5% por encima de los observados en el año anterior. Aunque la tasa de variación interanual de estos precios no ha variado en comparación con las registradas en los dos meses precedentes, es demasiado pronto para determinar si ello supone una interrupción de la tendencia al alza iniciada a comienzos del 2003. En los sectores de bienes de consumo y de bienes intermedios, las tasas de variación interanuales se situaron en noviembre del 2003 en el 1,5% y el 0,3%, respectivamente, en ambos casos 0,2 puntos porcentuales por encima de las tasas del mes anterior. Parece que el efecto moderador de

Gráfico 17: Desagregación de los precios industriales

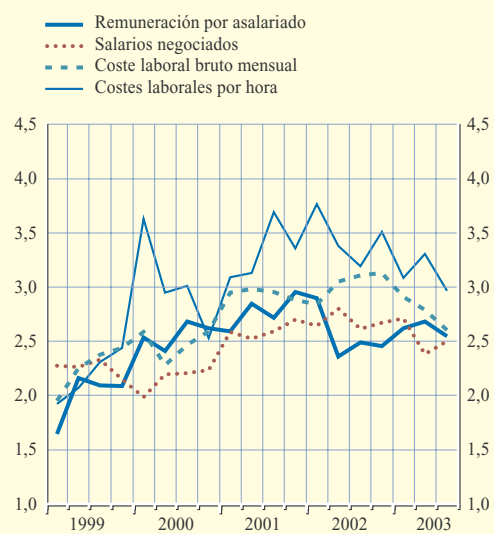
(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 18: Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Por lo que respecta a los costes laborales, la evolución más reciente sigue respaldando la opinión de que el crecimiento salarial se ha ido estabilizando en la zona del euro desde el inicio del 2002 (véase gráfico 18). Por ejemplo, según las estimaciones publicadas por Eurostat (véase cuadro 4), el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado y de los costes laborales totales por hora de las empresas del sector no agrario de la zona del euro disminuyó, en ambos casos, en el segundo y tercer trimestres del 2003, hasta situarse en el 2,5% y el 3%, respectivamente. Los datos sectoriales muestran que las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado descendieron en la industria, incluida la construcción, y en los servicios de mercado. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual del coste laboral bruto mensual se redujo también en el segundo y tercer trimestres del 2003 (del 2,8% al 2,6%), mientras que el indicador de salarios negociados registró un leve aumento (del 2,4% al 2,5%). Cabe destacar que los indicios de estabilización del crecimiento de los salarios en la zona del euro también se ven corroborados por la evolución a más largo plazo. Por ejemplo, si bien la tasa media de crecimiento de la remuneración por asalariado apenas experimentó cambios en los tres primeros trimestres del 2003, en comparación con la media para el conjunto del 2002, los otros tres indicadores mostraron tasas de crecimiento más reducidas.

Por el contrario, en los tres primeros trimestres del 2003, la tasa media de crecimiento de los costes laborales unitarios superó el crecimiento medio del 2002, como resultado, en gran parte, del descenso cíclico del crecimiento de la productividad. Sin embargo, en el tercer trimestre del 2003, el crecimiento interanual de la productividad aumentó, aunque ligeramente, hasta el 0,2%. Dado el menor crecimiento de la remuneración por asalariado, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios disminuyó al 2,4%, situándose 0,3 puntos porcentuales por debajo de la registrada en el segundo trimestre, lo que representa el primer descenso del crecimiento de los costes laborales unitarios observado desde finales del 2002.

la apreciación del euro sobre estos precios se ha visto compensado, respectivamente, por la elevación de los precios del tabaco y por la de los precios de las materias primas en los mercados internacionales.

El índice de precios de la zona del euro (IPE), que recoge los precios de los consumos intermedios en el sector manufacturero obtenidos de la encuesta a los directores de compras, volvió a subir en diciembre del 2003, hasta 53,6, indicando un moderado incremento de las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción, que se ha atribuido a la mayor demanda mundial de varias materias primas básicas (especialmente, los metales). El IPE ha venido mostrando una tendencia al alza desde julio del 2003, situándose, en los tres últimos meses, por encima del umbral teórico de 50, que separa los valores indicativos de un descenso de los precios de los que representan un aumento de los mismos.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A la luz de la evolución reciente, las perspectivas de inflación medida por el IAPC general de la zona del euro no han variado prácticamente. En el muy corto plazo, permanece cierta incertidumbre acerca del impacto que las medidas fiscales previstas para el comienzo del 2004 podrán tener sobre los precios. En un plazo algo más largo, y siempre que no se produzcan perturbaciones que afecten a los precios, se espera que la inflación medida por el IAPC descienda por debajo del 2% en el transcurso del 2004, y permanezca, posteriormente, en niveles compatibles con la estabilidad de precios. En particular, una evolución favorable de los precios de importación, como consecuencia de la apreciación del euro, debería seguir atenuando las presiones sobre los precios en distintas fases de la cadena de producción. En este contexto, es importante observar que las señales de estabilización del crecimiento de los costes laborales se ven confirmadas por la moderación continuada de los salarios.

Las previsiones y proyecciones disponibles parecen reflejar unas expectativas generalizadas de inflación de la zona del euro compatible con la estabilidad de precios. Aunque estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí (toda vez que se basan en distintos supuestos y fueron elaboradas en momentos diferentes), todas ellas apuntan a menores presiones sobre los precios en un futuro próximo, en el que la evolución del tipo de cambio contribuirá a contener los riesgos inflacionistas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro ha repuntado en el tercer trimestre del 2003, como consecuencia de un crecimiento particularmente intenso de las exportaciones. Los indicadores a corto plazo apuntan a un mantenimiento de la recuperación en el cuarto trimestre, pese a que, en diciembre, los resultados de las encuestas empeoraron parcialmente. La situación del mercado de trabajo siguió siendo de atonía en el tercer trimestre del pasado año. Las perspectivas generales de la actividad no han cambiado fundamentalmente. Las condiciones para una recuperación de la demanda interna continúan siendo favorables. Los últimos movimientos de los tipos de cambio pueden haber tenido un efecto moderador, aunque el crecimiento de las exportaciones debería seguir beneficiándose de la expansión dinámica de la economía mundial.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

La segunda estimación del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre del 2003 confirmó la primera estimación, así como anteriores expectativas de recuperación en el segundo semestre del año pasado. Se estimó un crecimiento intertrimestral del 0,4%, tras tres meses de crecimiento cercano a cero (véase gráfico 19), que constituye el primer aumento del crecimiento intertrimestral desde la efímera mejora registrada a comienzos del 2002.

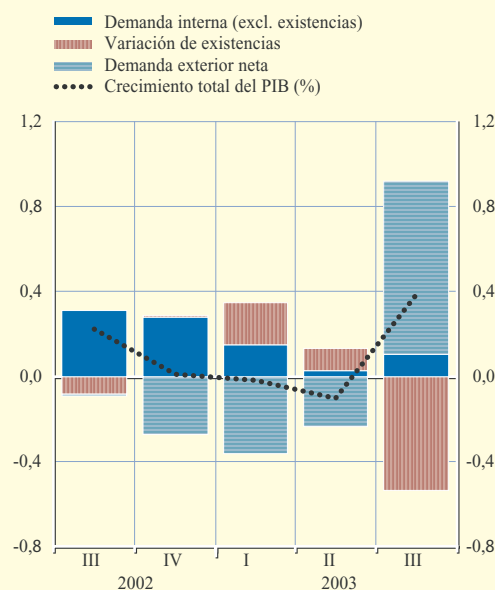
La segunda estimación supuso sólo revisiones menores en los componentes de gasto del PIB y, por lo tanto, no modificó las pautas de crecimiento subyacentes. El crecimiento del PIB real en el tercer trimestre del 2003 es resultado de una contribución de la demanda exterior neta de 0,8 puntos porcentuales, la mayor aportación al crecimiento intertrimestral desde 1993, que refleja la combinación de un repunte brusco de las exportaciones y de un nuevo descenso de las importaciones. La contribución fuertemente positiva de la demanda exterior neta se vio compensada en parte por una contribución negativa de la demanda interna. El principal motivo de lo anterior es la intensa reducción de existencias, posible consecuencia de la importante acumulación de existencias observada en el primer semestre del año y del aumento de la demanda de exportaciones. Como resultado, la contribución al crecimiento de la variación de existencias registró un descenso de -0,5 puntos porcentuales. La contribución de la demanda interna (excluida la variación de existencias) fue sólo ligeramente positiva, debido al moderado crecimiento del consumo privado y a una nueva disminución de la formación de capital fijo.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

La recuperación de la actividad en el tercer trimestre del 2003 fue generalizada en todas las ramas. El producto, medido por el valor añadido bruto, aumentó un 0,6%, en tasa intertrimestral, en la indus-

Gráfico 19: Contribuciones al crecimiento del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tria (excluida la construcción) y un 0,5% en los servicios de mercado. Estas dos ramas de actividad representan más del 70% del valor añadido total de la zona del euro, en términos reales. El crecimiento del producto en las demás ramas, esencialmente los servicios públicos y la construcción, fue ligeramente inferior.

Los datos de producción industrial para octubre sugieren que el incremento del producto en la industria continuó en el cuarto trimestre. Según Eurostat, la producción industrial (excluida la construcción) se elevó notablemente en octubre, tras unos resultados más moderados en los dos meses anteriores. Como resultado, la tasa de crecimiento intertrimestral, calculada como la media del período comprendido entre agosto y octubre sobre la media del período comprendido entre mayo y julio, fue algo más elevada que antes. En el caso de los nuevos pedidos a la industria manufacturera, la tasa de crecimiento correspondiente mostró un aumento vigoroso. Dado que los nuevos pedidos constituyen un indicador algo adelantado de la producción industrial, su evolución reciente apunta a un mantenimiento de la recuperación de la actividad industrial en el cuarto trimestre del año pasado.

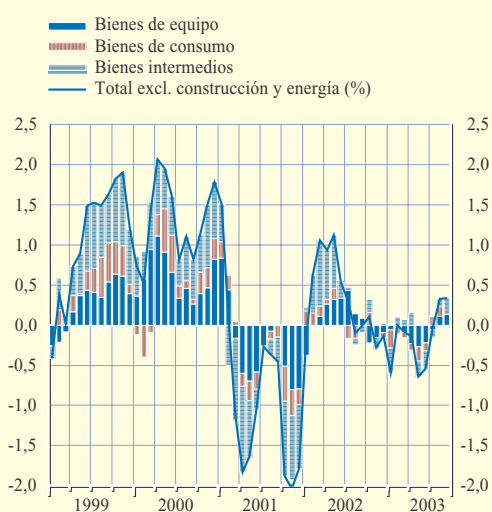
En octubre del 2003 se observó un fuerte incremento del producto en los bienes de equipo, pero, debido al moderado resultado de los dos meses anteriores, la correspondiente tasa de crecimiento intertrimestral sólo se elevó marginalmente. Los bienes intermedios registraron una mejora algo más considerable y contribuyeron en mayor medida al crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción y la energía) en el período de tres meses comprendido entre agosto y octubre (véase gráfico 20).

DATOS DE LAS ENCUESTAS PARA LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

Si bien los indicadores de las encuestas relativas a la actividad en las manufacturas y los servicios mejoraron de forma acusada en el cuarto trimestre del 2003, los resultados de diciembre fueron, en promedio,

Gráfico 20: Contribuciones al crecimiento de la producción industrial

(contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 21: Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

1) Manufacturas; tasas de variación intertrimestrales;

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

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

más moderados que en los meses anteriores. Si se analizan las manufacturas, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea descendió levemente en diciembre, tras sucesivos incrementos en el período de agosto a noviembre. Este descenso se debió, principalmente, a unas expectativas de producción menos optimistas, en particular en los bienes de equipo. La valoración de la cartera de pedidos (incluida la cartera de pedidos exteriores) no experimentó cambios, mientras que la valoración de las existencias empeoró, aunque sólo ligeramente.

El índice de directores de compras de la industria manufacturera aumentó en diciembre del 2003 por sexto mes consecutivo. La última evolución implica, por tanto, una recuperación continuada de la producción industrial en el cuarto trimestre (véase gráfico 21). Sin embargo, la mejora ocurrida en este índice en el mes de diciembre fue menos importante que en los meses anteriores y parece bastante limitada en las primeras etapas de la recuperación. El incremento del índice general es atribuible, principalmente, a una mejora relacionada con los plazos de entrega de los proveedores, en el sentido de que un nuevo alargamiento de los plazos de entrega supone una señal positiva para la actividad manufacturera. Los índices de producción y de nuevos pedidos mejoraron sólo marginalmente, mientras que los índices de empleo y de existencias de productos comprados se mantuvieron sin cambios. La diferencia entre los índices de producción y nuevos pedidos, por una parte, y los índices de empleo y existencias de productos comprados, por otra, es mayor que en etapas anteriores del ciclo comparables, lo que sugiere que las empresas están sometidas aún a presiones relativamente elevadas para recortar los costes.

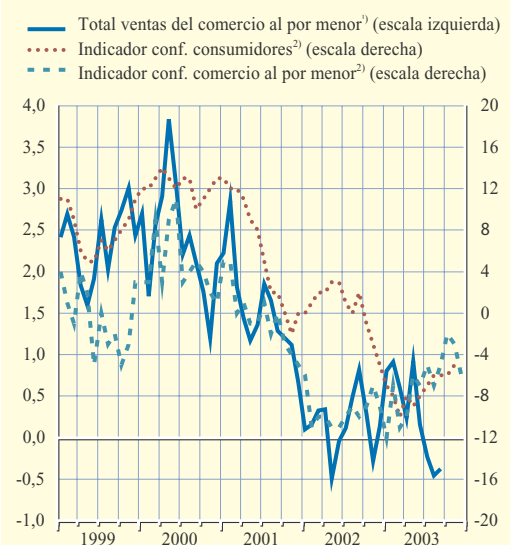
La evolución experimentada por la encuesta de diciembre del 2003 relativa a los servicios de mercado fue similar a la de las manufacturas, en cuanto a que un indicador aumentó, mientras que el otro empeoró. El indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea aumentó ligeramente por noveno mes consecutivo. Por lo que se refiere al indicador general, los componentes relacionados con la valoración de la reciente demanda y el clima empresarial mejoraron de nuevo, mientras que las expectativas relativas a la demanda se redujeron levemente, y así se han mantenido en torno a niveles bastante constantes desde septiembre. El índice de actividad industrial de la encuesta a los directores de compras del sector servicios disminuyó en diciembre por primera vez desde marzo del 2003. La disminución no fue especialmente intensa, dados los considerables incrementos observados en los meses anteriores, pero se registraron descensos en la mayoría de los otros componentes de la encuesta.

INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

El consumo privado se estancó en el tercer trimestre del 2003, mientras que los indicadores a corto plazo ofrecieron señales algo contradictorias para el cuarto trimestre. Por una parte, los volúmenes de ventas del comercio al por menor volvieron a incrementarse en octubre del 2003, apuntando a una posible estabilización del nivel de ventas en el cuarto trimestre. Esto supondría una mejora, tras los descensos observados en el segundo y tercer trimestres. Por otra, aunque las matriculaciones de automóviles aumentaron ligeramente en noviembre de 2003, es posible que el crecimiento intertrimestral en el cuarto trimestre haya sido menor que en el tercer trimestre.

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

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.
1) Tasas de variación interanuales; medias móviles de tres meses centradas; datos ajustados por días laborables.
2) Saldos netos; datos desestacionalizados.

El indicador de confianza de la Comisión Europea no experimentó modificaciones en diciembre, tras un reducido incremento registrado en el mes anterior. La mejora de este indicador en el segundo semestre del año pasado fue limitada y la media del cuarto trimestre fue sólo ligeramente superior a la del tercer trimestre (véase gráfico 22). El resultado del indicador general de confianza en diciembre oculta una evolución compensadora de los componentes individuales. Mientras que las expectativas con respecto a la situación financiera y a la capacidad de ahorro de los hogares se deterioraron, se mantuvieron sin cambios con respecto a la situación económica general, y las de empleo incluso mejoraron ligeramente. La confianza del sector del comercio al por menor se redujo de nuevo en diciembre, debido a una valoración menos favorable de la situación económica actual y esperada, pero, en promedio, en el cuarto trimestre siguió siendo levemente mejor que en el tercer trimestre.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

La situación del mercado de trabajo siguió siendo de atonía. En noviembre del 2003, la tasa de paro normalizada de la zona del euro fue del 8,8%, sin cambios desde marzo del pasado año (véase gráfico 23). Sin embargo, se estimó que el número de parados había descendido levemente, en torno a 10.000 personas, en noviembre. Las tasas de paro por grupos de edad y sexo tampoco se modificaron en noviembre. Al mismo tiempo, si se compara con la primavera del 2003, la diferencia entre las tasas de desempleo de mujeres y hombres, así como la diferencia entre las tasas de paro de los colectivos de mayores y menores de 25 años, se estrechó ligeramente.

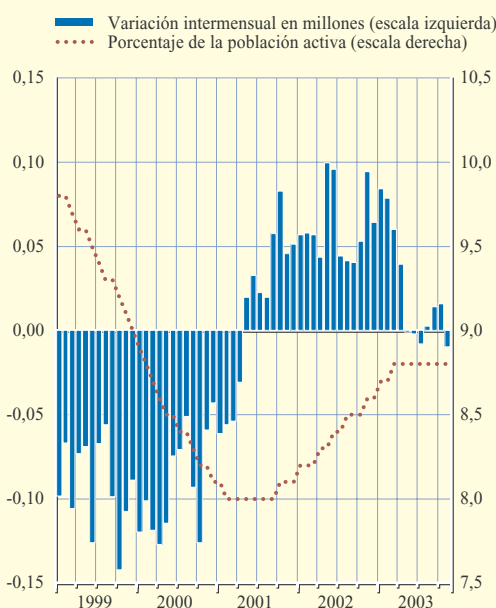
EMPLEO

El empleo no experimentó cambios en el tercer trimestre del 2003, con lo que se amplió a un año y medio el periodo en el que el empleo se ha mantenido prácticamente estabilizado (véase cuadro 5). Junto con el repunte observado en la actividad en el tercer trimestre, este hecho implica una mejora de la productividad. Dado el reducido incremento del número de parados en el tercer trimestre, el estancamiento del empleo también da a entender que la población activa efectivamente no creció.

El desplazamiento del empleo de la industria a los servicios que se observa habitualmente en un período de moderación de la actividad general continuó en el tercer trimestre del 2003. En la industria (excluida la construcción), el empleo volvió a caer a un ritmo prácticamente sin cambios cercano al 0,5% en tasa intertrimestral, mientras que en los servicios continuó aumentando a un ritmo estable del 0,2%. Los datos procedentes de las encuestas disponibles hasta diciembre sugieren que esta pauta continuó, en general, en el cuarto trimestre. Tanto el indicador de expectativas de empleo en las manufacturas de la Comisión Europea como el indicador de empleo del índice de directores de compras mejoraron solo un poco si se comparan con el tercer trimestre, lo que supone que el empleo en la industria (excluida la construcción) cayó de nuevo. En los servicios de mercado, el índice de empleo de la encuesta a

Gráfico 23: Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Cuadro 5: Crecimiento del empleo

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

	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2001	2002	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III
Total de la economía	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-0,6	-2,2	-0,6	-0,4	-0,7	-0,2	-0,4
Industria	0,4	-1,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6
Excluida la construcción	0,3	-1,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,5
Construcción	0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,3	-0,9
Servicios	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Comercio y transporte	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Finanzas y empresas	3,9	2,3	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3
Administración pública	1,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

los directores de compras y las expectativas de creación de empleo de la encuesta de la Comisión Europea mejoraron ligeramente con respecto al tercer trimestre, aunque ambos se sitúan en niveles relativamente bajos.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ECONÓMICA

Los últimos datos y la información más reciente vuelven a confirmar la opinión de que se ha iniciado una recuperación en el segundo semestre del 2003. En general, los indicadores a corto plazo de que se dispone sugieren que la recuperación del PIB real en el tercer trimestre del 2003 se mantuvo en el cuarto trimestre. Todas las previsiones y proyecciones disponibles dan a entender que el crecimiento debería fortalecerse a la largo del presente año.

En línea con las expectativas anteriores, las exportaciones constituyeron el motor de la recuperación del PIB real en el tercer trimestre del 2003, lo que refleja la intensificación del crecimiento y el comercio mundiales. La reciente evolución de los tipos de cambio está incidiendo negativamente en la competencia en términos de precios de los exportadores de la zona del euro, pero, en general, las exportaciones deberían seguir creciendo debido a la expansión de la demanda mundial en curso. Además, las condiciones para la recuperación de la demanda interna continúan siendo favorables. Los reducidos niveles de tipos de interés, que normalmente favorecen a las condiciones de financiación, y los esfuerzos de ajuste en curso por parte de las empresas para aumentar la rentabilidad, suponen un impulso importante para la recuperación de la actividad inversora. El consumo privado debería beneficiarse del aumento de las rentas reales disponibles relacionadas con los favorables efectos de relación de intercambio que se derivan de la anterior apreciación del euro.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras una evolución relativamente estable en octubre y una ligera depreciación a inicios de noviembre del 2003, posteriormente, el euro registró una intensa recuperación en términos efectivos nominales. Este fortalecimiento ha continuado, en líneas generales, en el transcurso de diciembre y durante la primera quincena de enero del 2004, en un entorno de depreciación generalizada del dólar de Estados Unidos.

Durante el período analizado, comprendido entre finales de noviembre del 2003 y el 14 de enero de 2004, el euro se apreció frente a la mayoría de las principales divisas. Este fortalecimiento fue especialmente acusado frente al dólar de Estados Unidos, en un entorno de depreciación de la moneda estadounidense frente a un amplio conjunto de divisas. El euro también se apreció, si bien en menor medida, frente al yen japonés, al tiempo que se depreciaba ligeramente frente a la libra esterlina.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

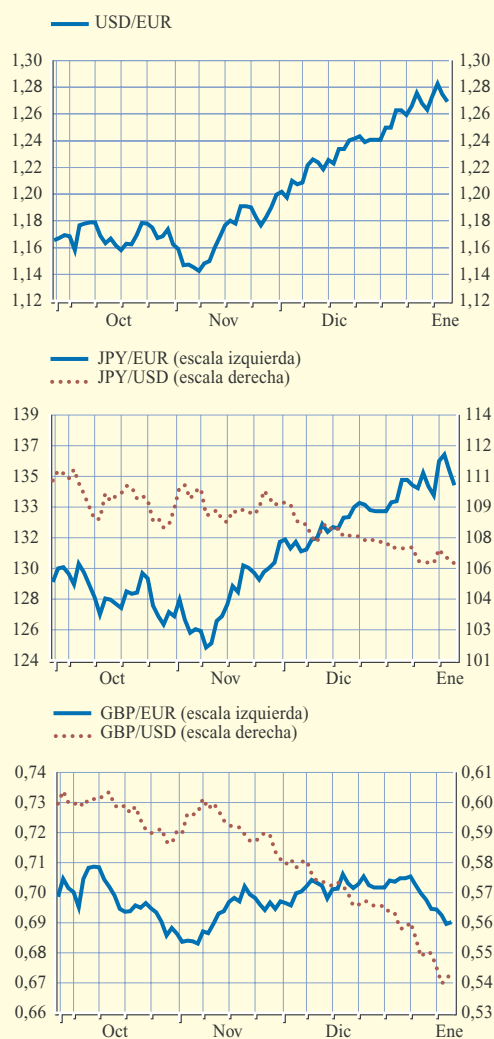
El euro se apreció con fuerza frente al dólar de Estados Unidos en diciembre del 2003 y durante la primera quincena de enero del 2004 (véase gráfico 24), en un entorno de continua preocupación en los mercados acerca de la financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense. La depreciación generalizada del dólar se produjo a pesar de la aparición de nueva evidencia de unas perspectivas económicas más halagüeñas en Estados Unidos. Como hechos más destacados, se mantuvo la pujanza del consumo privado al tiempo que un fuerte crecimiento de la inversión de las empresas era indicativo de unas perspectivas más alentadoras para el sector empresarial. Entre otros factores positivos, cabe señalar la mejora de la actividad manufacturera y una estabilización de la confianza de los consumidores a niveles previos a la guerra en Iraq. No obstante, la publicación de datos referidos al mercado de trabajo estadounidense peores de lo esperado afectó negativamente a la divisa norteamericana a principios de enero. El 14 de enero, el euro cotizaba a 1,27 dólares, un 5,8% más que a finales de noviembre y un 12,2% por encima de la media del año 2003.

YEN JAPONÉS/EURO

En el transcurso del período analizado, el euro se apreció frente al yen japonés, si bien en menor medida que frente al dólar (véase gráfico 24). Tras permanecer relativamente estable en noviembre, la moneda japonesa se apreció de manera acusada frente a la divisa estadounidense, a pesar de los indicios de que las autoridades japonesas podrían haber intervenido de nuevo en los mercados de divisas a fin de estabilizar el tipo de cambio yen-dólar. El 14 de

Gráfico 24: Evolución de los tipos de cambio

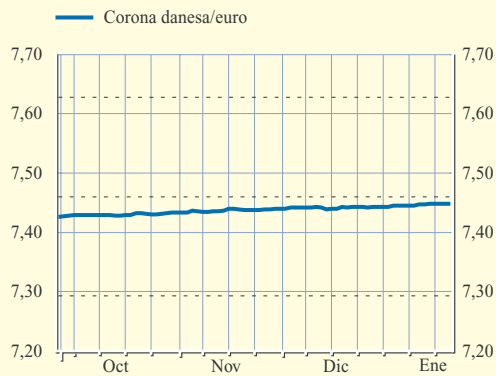
(datos diarios)



Fuente: BCE.

Gráfico 25: Evolución de los tipos de cambio en el Mecanismo de Tipos de Cambio II

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

enero, el euro cotizaba a 134,7 yenes, un 2,6% más que a finales de noviembre y un 2,8% por encima de la media del año 2003.

LIBRA ESTERLINA/EURO

El euro se depreció levemente frente a la libra esterlina en el transcurso de diciembre y la primera quincena de enero. Al mismo tiempo, la divisa británica se apreció de nuevo frente al dólar estadounidense, alcanzando su nivel máximo desde septiembre de 1992 (véase gráfico 24). La apreciación generalizada de la libra esterlina estuvo relacionada con la publicación de datos económicos en general positivos, confirmados por una revisión al alza del PIB del tercer trimestre del 2003. El 14 de enero, el euro cotizaba a 0,69 libras esterlinas, es decir, un 1% por debajo de su nivel a finales de noviembre y próximo a la media del año 2003.

OTRAS MONEDAS EUROPEAS

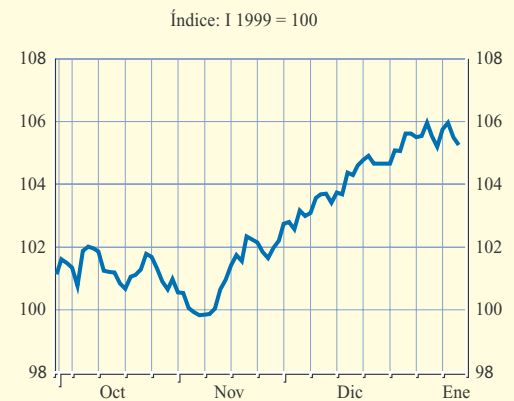
Dentro del MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho cercano a su paridad central (véase gráfico 25). En cuanto a otras monedas europeas, durante el período analizado, el euro se apreció un 0,8% frente al franco suizo y un 1,4% frente a la corona sueca. Desde finales de noviembre, la moneda europea también se apreció un 5% con respecto a la corona noruega. Esta evolución podría estar asociada, en parte, a la reducción de 0,25 puntos porcentuales del tipo de interés básico, aplicada el 18 de diciembre del 2003 por el Banco de Noruega, hasta situarlo en el 2,25%.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

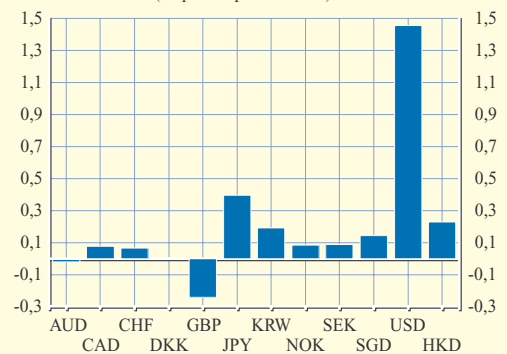
A la luz de la evolución arriba reseñada, el tipo de cambio efectivo nominal de la moneda europea, medido frente a las divisas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se situaba, el 14

Gráfico 26: El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes ¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE 2)
del 28 Nov 2003 al 14 Ene 2004
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del tipo de cambio efectivo frente a las monedas de 12 socios comerciales.

2) Las variaciones se calculan aplicando las ponderaciones del comercio exterior frente a los 12 socios comerciales más importantes.

de enero, un 2,4% por encima de su nivel a finales de noviembre, y un 5% por encima de su nivel medio del año 2003 (véase gráfico 26). El fortalecimiento del euro en términos efectivos refleja, básicamente, su recuperación frente al dólar de Estados Unidos y, en menor medida, su apreciación frente al yen japonés y frente a la mayor parte de las divisas asiáticas que se encuentran ligadas al dólar estadounidense, que fueron compensadas, aunque sólo en parte, por la ligera depreciación de la moneda europea frente a la libra esterlina.

5.2 BALANZA DE PAGOS

A pesar de la apreciación del euro, en octubre del 2003 las exportaciones de bienes continuaron creciendo con vigor; debido, en gran parte, a la fortaleza de la demanda externa. Aunque las importaciones de bienes habían venido experimentando un cierto estancamiento durante los meses precedentes, dichas importaciones crecieron de manera significativa en octubre, una evolución que podría estar en parte asociada a la mayor vitalidad mostrada por la demanda interna de la zona del euro. Esta evolución contribuyó a reducir, hasta los 5,6 mm de euros, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas como resultado de las entradas netas contabilizadas en la rúbrica de inversiones de cartera.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró en el mes de octubre un superávit de 5,6 mm de euros (correspondiente a un superávit de 8,1 mm de euros en términos no desestacionalizados). Estas cifras reflejaron los superávits observados tanto en la balanza de bienes como en la de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficit contabilizados en las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. Durante el mes de octubre, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se redujo en 2,4 mm de euros en comparación con la cifra registrada en septiembre (véase cuadro 6). Esta disminución fue el resultado de un aumento del déficit de la balanza

Cuadro 6: Principales partidas de la balanza de pagos

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

	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 Sep	2003 Oct	Acumulado de 12 meses: periodo que finalizó en	
							2002 Oct	2003 Oct
Cuenta corriente	17,5	4,4	2,5	12,1	8,0	5,6	55,8	39,4
Bienes	29,1	25,0	26,9	34,4	13,7	11,5	127,9	117,7
Exportaciones	262,9	258,2	255,1	259,9	87,3	88,2	1052,7	1036,7
Importaciones	233,8	233,3	228,2	225,5	73,6	76,7	924,8	919,0
Servicios	3,7	5,7	2,0	3,8	1,8	2,3	8,7	16,6
Rentas	-4,4	-13,9	-11,8	-9,8	-2,3	-6,6	-29,9	-43,5
Transferencias corrientes	-10,9	-12,4	-14,6	-16,4	-5,2	-1,6	-50,9	-51,4
Cuenta financiera¹	-48,5	-25,1	-41,3	-22,8	-13,7	-2,5	-71,1	-126,4
<i>Total Inver. directas/de cartera (neto)</i>	36,0	6,2	47,5	-82,9	1,0	18,2	71,7	4,3
Inversiones directas	-6,0	-0,9	5,4	-12,4	-6,6	-8,3	-27,3	-15,3
Inversiones de cartera	42,0	7,0	42,2	-70,5	7,6	26,5	98,9	19,6
Acciones y participaciones	5,1	14,5	-1,9	6,2	7,6	13,1	64,8	38,3
Valores distintos de acciones	36,9	-7,5	44,0	-76,7	0,0	13,4	34,1	-18,6

Fuente: BCE.

Notas: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. En la cuenta financiera un signo positivo induce un flujazo de entrada, un flujo negativo, un flujo de salida. En la dirección del BCE en Internet se pueden encontrar datos más detallados de la balanza de pagos de la zona del euro.

1) Datos sin desestacionalizar.

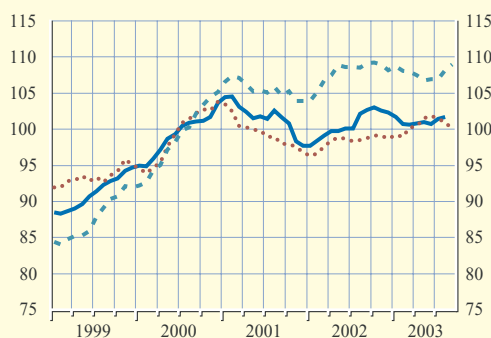
de rentas por importe de 4,3 mm de euros y de una caída de 2,2 mm de euros del superávit de la balanza de bienes, que sólo se vieron parcialmente contrarrestados por un incremento de 0,5 mm de euros del superávit de la balanza de servicios y por una reducción del déficit de la balanza de transferencias corrientes por importe de 3,6 mm de euros.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado (por un importe de 39,4 mm de euros) de la balanza por cuenta corriente correspondiente al período de doce meses que finalizó en octubre del 2003 se situó unos 16 mm de euros por debajo del nivel alcanzado en octubre del 2002, como consecuencia, principalmente, de una disminución del superávit de la balanza de bienes y de un incremento del déficit de la balanza de rentas. Sin embargo, la reducción del superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente se ha visto frenada en los meses inmediatamente anteriores a octubre, como resultado, en parte, de una recuperación de las exportaciones de bienes en términos nominales, combinada con una debilidad de las importaciones (véanse los gráficos 27, 29 y 30 en el cuadro 7.1 de la sección “Estadísticas de la zona del euro”). Tras haber disminuido durante el primer semestre del 2003, las exportaciones comenzaron a recuperarse en julio y registraron un incremento intermensual del 1% en octubre. La recuperación de las exportaciones obedeció a un crecimiento más vigoroso de la demanda externa, que sólo se vio compensado en parte por los efectos retardados de la apreciación del euro. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes en términos nominales habían venido mostrando una tendencia decreciente desde comienzos del 2003, como consecuencia de la debilidad de la demanda interna, particularmente de las rúbricas de gastos de capital más intensivas en importaciones y de la inversión en existencias. Sin embargo, en octubre se produjo un incremento intermensual de las importaciones de alrededor del 4%, que podría estar parcialmente relacionado con la subida de los precios del petróleo, pero que también podría reflejar signos incipientes de recuperación de la demanda interna de la zona del euro.

Gráfico 27: Comercio dentro y fuera de la zona del euro en términos reales ¹⁾

(índice 2000 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

- Exportaciones dentro de la zona del euro
- Importaciones de fuera de la zona del euro
- - - Exportaciones fuera de la zona del euro

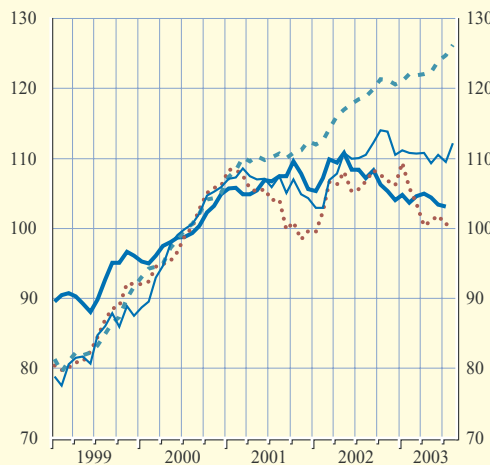


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.
1) Las últimas observaciones del comercio fuera de la zona del euro corresponden a septiembre del 2003; en el caso del comercio dentro de la zona, corresponden a agosto del 2003. Ambas se basan, en parte, en estimaciones.

Gráfico 28: Exportaciones en términos reales a otros socios comerciales ¹⁾

(índice 2000 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

- Reino Unido
- Estados Unidos
- - - Europa Central y Oriental
- Asia



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.
1) Las últimas observaciones corresponden a agosto del 2003.

Los datos disponibles hasta septiembre muestran que el aumento de las exportaciones de la zona del euro hacia otras áreas geográficas observado a partir de julio del 2003 obedeció, primordialmente, a un incremento de las exportaciones en términos reales (véase gráfico 27). Las exportaciones en términos reales hacia los países de Europa central y oriental y Asia crecieron a un ritmo relativamente elevado en comparación con las dirigidas a otros destinos (véase gráfico 28). En cuanto al detalle de las exportaciones por categorías, el mayor aumento registrado durante el tercer trimestre se observó en las exportaciones en términos reales de bienes de equipo, al aumentar en torno a un 4,5% en comparación con las cifras del trimestre precedente. Por lo que se refiere a las importaciones, la reducción experimentada durante el mismo período por las importaciones en términos reales (véase gráfico 27) se debe a las caídas observadas en la totalidad de las principales categorías de bienes importados, contabilizándose los descensos más acusados en las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo (véase el detalle de las exportaciones en términos reales por grupos de productos en el cuadro 7.3 de la sección “Estadísticas de la zona del euro”).

CUENTA FINANCIERA

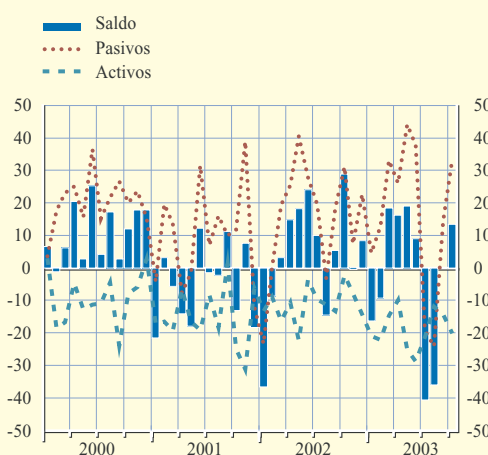
Dentro de la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró en el mes de octubre unas entradas netas por importe de 18,2 mm de euros, lo que obedeció a las entradas netas contabilizadas en la cuenta de inversiones de cartera (26,5 mm de euros), que sólo se vieron parcialmente compensadas por las salidas netas en la cuenta de inversiones directas (8,3 mm de euros). En comparación con las cifras de septiembre, las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera aumentaron en 17,2 mm de euros. Esta evolución se debió al incremento de las compras netas por parte de no residentes registrado en la totalidad de las rúbricas de la cuenta de inversiones de cartera de la zona del euro (véase el cuadro 7.1 de la sección “Estadísticas de la zona del euro”).

Dado el entorno de estabilidad, en líneas generales, de los diferenciales de tipos de interés y de rendimientos de la renta variable, especialmente frente a Estados Unidos, las entradas netas registradas en octubre en las rúbricas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones podrían haber estado relacionadas con las expectativas de apreciación del euro existentes en los mercados. Asimismo, las compras netas por parte de no residentes de valores distintos de acciones de la zona del euro contabilizadas en septiembre y octubre revirtieron, en parte, las desinversiones observadas en los meses de julio y agosto. Dichas desinversiones guardarían una posible relación con el aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo experimentado durante el verano (véase gráfico 29).

En comparación con años precedentes, las operaciones de inversión directa transfronteriza de la zona del euro han permanecido estancadas. No obstante, en septiembre y octubre, las inversiones directas en el exterior por parte de residentes en la zona del euro comenzaron a incrementarse, debido, posiblemente, a una mejora de las perspectivas económicas internacionales, mientras que las inversiones directas extranjeras en la zona del euro mantuvieron un tono de cierta debilidad.

Gráfico 29: Inversiones de cartera en valores distintos de acciones

(mm de euros; datos mensuales)



Fuente: BCE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, las entradas netas acumuladas en el agregado de inversiones directas y de cartera han venido reduciéndose de manera gradual, hasta alcanzar, a lo largo del período de doce meses que finalizó en octubre, una posición cercana al equilibrio, por importe de 4,3 mm de euros (es decir, 67,4 mm de euros por debajo de la cifra registrada en octubre del 2002). Esta evolución reflejó, básicamente, la notable reducción observada en las entradas netas de inversiones de cartera, que obedeció, en parte, a las salidas netas de 76,7 mm de euros registradas durante julio y agosto en la rúbrica de valores distintos de acciones. Los flujos acumulados de doce meses muestran también que las entradas netas en la rúbrica de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones comenzaron a caer en el segundo trimestre del 2002, para estabilizarse posteriormente en los últimos meses de los que se dispone de datos. Dicha estabilización estaría potencialmente relacionada con la influencia que habría tenido sobre las decisiones de inversión internacional la positiva evolución de los mercados bursátiles internacionales, dado el entorno de mayor optimismo acerca de las perspectivas de la economía mundial existente durante ese mismo período.

ARTÍCULOS

LA UEM Y LA DIRECCIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES

En el presente artículo se examinan los resultados de las políticas fiscales de la zona del euro desde comienzos de los años noventa. En la zona del euro en su conjunto, los resultados relativos al período en que aún no se había decidido qué países participarían inicialmente en la moneda única (1992-1997) fueron muy diferentes a los registrados en la etapa posterior (1998-2003). El primer período se caracterizó por el éxito en la eliminación de los déficit públicos excesivos, de conformidad con lo establecido en el Tratado de Maastricht (el Tratado), y se invirtió una prolongada tendencia de importantes desequilibrios presupuestarios persistentes y de aumento de la deuda pública. Sin embargo, la mayor parte del saneamiento presupuestario estuvo basado en los ingresos y las ratios de gastos excluidos intereses incluso se elevaron ligeramente.

El segundo período (1998-2003) presenta un panorama desigual, ya que la consecución de los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento sólo fue parcial. Mientras que muchos países habían alcanzado situaciones presupuestarias saneadas en el 2000, una serie de países no adoptó suficientes medidas de saneamiento en una etapa de crecimiento económico robusto, e incluso relajó la política fiscal, de modo que los desequilibrios presupuestarios persistieron o volvieron a aparecer. Cuando la actividad económica se moderó y los estabilizadores automáticos funcionaron como se esperaba, los márgenes de seguridad resultaron en algunos casos insuficientes para evitar los déficit excesivos. Asimismo, las ratios de deuda pública se mantuvieron muy elevadas en algunos países. Las estrategias de política fiscal siguieron sin conceder la debida importancia a la reducción del gasto primario y el ahorro del gasto en concepto de intereses de la deuda pública (la "prima" de la UEM) no se destinó al saneamiento de las finanzas públicas.

La lección que de ello deriva es la necesidad de aplicar rigurosamente el marco presupuestario de la UE en todo momento y, en particular, en los períodos de mayor crecimiento económico. En la actual situación económica, resulta necesario avanzar hacia situaciones presupuestarias saneadas, para que la evolución del déficit y de la deuda de la zona del euro se sitúe en una senda sostenible. Una estrategia ambiciosa basada en la reforma del gasto tendría un carácter instrumental en la consecución de este objetivo, mientras que, al mismo tiempo, permitiría la financiación de recortes impositivos adicionales y estimularía el dinamismo de la actividad económica.

I INTRODUCCIÓN: LA LÓGICA DE LAS NORMAS FISCALES DE LA UEM

Desde mediados hasta finales de la década de los noventa, los países de la zona del euro experimentaron una mejora presupuestaria excepcional, tras años de deterioro de las finanzas públicas. La disminución de los déficit presupuestarios originó, asimismo, un descenso de las ratios de deuda pública en relación con el PIB.

No obstante, en los últimos años algunos países han tenido dificultades para respetar sus compromisos y el cumplimiento de las normas fiscales de la UE no ha sido suficientemente estricto. Estas dificultades, que han venido acompañadas de un progreso lento en el ámbito de las reformas estructurales, suscitan dos cuestiones importantes: en qué

medida el marco de normas presupuestarias de la UE ha logrado promover políticas presupuestarias saneadas en la zona del euro y cuál es la lección que se desprende de ello de cara al futuro.

Antes de abordar esta valoración, es interesante recordar los principales elementos del marco institucional de la política presupuestaria de la UE. El compromiso de alcanzar unas finanzas públicas saneadas está consagrado en el Tratado, que entró en vigor en noviembre de 1993, y que dispone que los Estados miembros evitarán los déficit excesivos. Dichos déficit se definen en relación con unos valores de referencia fijados en el 3% del PIB para el déficit público y del 60% del PIB para la deuda pública.

En el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM (la adopción de la moneda única), el

proceso de convergencia exigió el cumplimiento estricto del límite del 3% para el déficit y que la ratio de deuda, en caso de ser superior al 60%, fuese reduciéndose suficientemente. A fin de mejorar la coordinación de las políticas fiscales en la tercera fase, en 1997 se acordó realizar una aclaración de carácter operativo de las normas presupuestarias recogidas en el Tratado mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). El PEC requiere que el objetivo de los Estados miembros a medio plazo sea la consecución de situaciones presupuestarias próximas al equilibrio o con superávit, establece los procedimientos de supervisión y coordinación de las políticas fiscales y define, además, el procedimiento de déficit excesivo de forma más detallada. Este último está destinado a disuadir a los gobiernos de incurrir en déficit excesivos mediante una serie de fases, incluida la presión ejercida por los demás gobiernos, así como, en última instancia, la posibilidad de imponer sanciones. Especifica, asimismo, que la superación excepcional y transitoria del valor de referencia fijado para el déficit, como consecuencia de acontecimientos que escapen al control de los gobiernos o de una recesión económica grave, no se considerará déficit excesivo¹.

El fundamento lógico en el que se basa la disciplina presupuestaria es la necesidad de que las finanzas públicas estén saneadas y sean sostenibles, como requisito previo para la estabilidad macroeconómica. Conjuntamente con una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, esto permite a los agentes económicos crear expectativas de inflación baja y de condiciones de financiación favorables que, a su vez, fomentan la planificación y la inversión a largo plazo. Estos efectos se ven reforzados cuando se combinan con reformas estructurales en materia fiscal, necesarias para eliminar los obstáculos a la eficiencia y al crecimiento que comportan los sistemas de impuestos y prestaciones sociales y para hacer frente a los retos a largo plazo, tales como el envejecimiento de la población.

Las finanzas públicas saneadas mejoran también el papel estabilizador de las políticas fiscales. Existe el riesgo de que los efectos de los estabilizadores automáticos que sustentan la demanda cuando se

produce una recesión económica, pudieran verse neutralizados, si los ciudadanos se muestran preocupados por déficit elevados y persistentes, así como por el incremento de la deuda pública y sus implicaciones sobre la carga tributaria futura y sobre las perspectivas de crecimiento.

La necesidad de mantener la disciplina presupuestaria llega a ser incluso mayor en el caso de una unión monetaria formada por estados soberanos que conservan las competencias en materia de política fiscal. En primer lugar, los estados no mantienen el control de sus políticas monetaria y cambiaría para poder hacer frente a las perturbaciones económicas que se les planteen, y las políticas fiscales pueden amortiguar mejor este tipo de perturbaciones, si parten de una situación saneada. En segundo lugar, los países pertenecientes a una unión monetaria pueden ser más propensos a incurrir en déficit, si sus responsables económicos no consiguen mantener una perspectiva a largo plazo. El país que relaja sus límites presupuestarios es el que fundamentalmente disfruta a corto plazo de los beneficios políticos del déficit, mientras que las consecuencias negativas sobre el nivel de los tipos de interés afectan a todos los miembros de la unión. Por último, es probable que los mercados financieros no desalienten suficientemente las políticas fiscales expansionistas. Los mercados de deuda pública reaccionan ante las expectativas de unas políticas fiscales sin una dirección clara, pero no existe evidencia que sugiera que la disciplina mantenida por los mercados financieros sea suficiente². Con la desaparición del riesgo de tipo de cambio en una unión monetaria, el papel sancionador de los mercados financieros, reflejado en los diferenciales de rendimientos de la deuda pública, se reduce. Es probable que la reacción de unos mercados crecientemente globalizados ante la política fiscal irregular de un único país perteneciente a una unión monetaria sea lenta y que se

1 Véanse los Reglamentos del Consejo (CE) n° 1466/97 y n° 1467/97. En el artículo titulado “La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento” publicado en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 1999, se abordan más ampliamente los aspectos institucionales y las disposiciones del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

2 Véase también el recuadro titulado “Evolución reciente de los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro”, publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2003.

Cuadro 1: Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro, 1991-1997

(en porcentaje del PIB)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Saldo presupuestario	-4,6	-4,8	-5,6	-5,1	-5,1	-4,3	-2,6
Componente cíclico	1,0	0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3
Pagos de intereses	5,0	5,5	5,6	5,4	5,6	5,7	5,2
Saldo primario ajustado de ciclo	-0,6	0,1	0,6	0,7	0,8	1,9	2,8
Deuda bruta	58,6	61,9	7,2	69,5	73,0	5,4	75,4

Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.
Nota: Las cifras pueden no coincidir, debido al redondeo.

refleje sólo parcialmente en los diferenciales de rendimientos de la deuda pública, incluso si los gobiernos —como en la UEM— han declarado que no están obligados a responsabilizarse financieramente de las dificultades fiscales de otros gobiernos (cláusula de “no corresponsabilidad financiera” recogida en el Tratado). Por tanto, las señales de los mercados financieros constituyen normalmente un factor de disuasión de escasa eficacia para inducir a los gobiernos a que tomen plenamente en consideración sus restricciones presupuestarias a largo plazo. Un marco presupuestario común, como el establecido en el Tratado y en el PEC, contribuye a corregir las inclinaciones económicas de carácter político y complementa los efectos disuasorios de las fuerzas del mercado.

2 LAS POLÍTICAS FISCALES EN EL PERÍODO PREVIO A LA UNIÓN MONETARIA

Los años setenta y ochenta se caracterizaron por déficit fiscales elevados y por ratios de deuda pública crecientes en muchos países de la zona del euro, que contribuyeron a crear unas condiciones de financiación desfavorables y un desplazamiento del sector privado. A principios de los años noventa, la mayor parte de los países de la zona del euro presentaban notables desequilibrios de las finanzas públicas. En 1991 la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro fue del 4,6%, y la mayoría de los países registró un déficit superior al valor de referencia posteriormente establecido en el Tratado³. En muchos países, la ratio de deuda también excedía el valor de referencia y la media de la zona del euro se situaba sólo ligeramente por

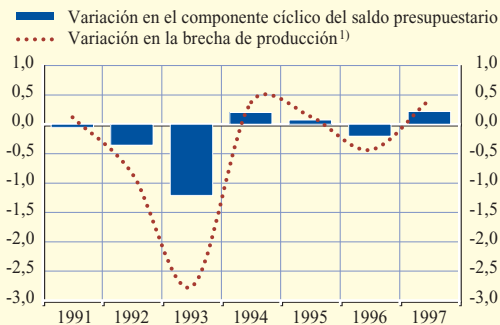
debajo del 60% del PIB (véase cuadro 1).

Las ratios de saldo presupuestario y de deuda siguieron deteriorándose en los años siguientes, como reflejo de la repercusión en el presupuesto de la recesión económica de los años 1992 y 1993, aunque el saldo ajustado de ciclo empezaba ya a mejorar lentamente. Más tarde, en el período previo a la unión económica, se produjo una reducción sustancial del déficit, especialmente en 1997, cuando la ratio media de déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se redujo de forma acusada en 1,7 puntos porcentuales, hasta el 2,6% del PIB. En ese mismo año, la tendencia al alza de la ratio de deuda pública, que se había mantenido desde principios de la década de los setenta, también se frenó. Dicho de otro modo, en 1997 los déficit presupuestarios se habían situado en unos niveles que no se habían conocido durante mucho tiempo, representando un hito en comparación con las décadas precedentes. Cabe señalar que la importante reducción del déficit de 2 puntos porcentuales del PIB lograda entre 1991 y 1997 se produjo en un entorno económico relativamente desfavorable. Este hecho se refleja en el efecto negativo del componente cíclico sobre el saldo presupuestario, que alcanzó más de un punto porcentual del PIB durante ese período (véase gráfico 1a). La variación en el saldo primario ajustado de ciclo, es decir, el saldo presupuestario ajustado del gasto por intereses y de los efectos cíclicos, con la salvedad debida a los problemas de medición, es el indicador utilizado en

³ Todos los datos utilizados en el presente artículo han sido proporcionados por la Comisión Europea (base de datos AMECO). Las medias de la zona del euro son medias ponderadas por el PIB de los doce países participantes.

Gráfico 1a: Impacto del ciclo en el saldo presupuestario, 1991-1997

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo y estimación de la brecha de producción utilizando la metodología de la Comisión.

1) Definido como la brecha entre el PIB real y el PIB potencial, en porcentaje del PIB potencial a precios de mercado de 1995.

Gráfico 1b: Variaciones en el saldo presupuestario y saneamiento¹⁾, 1991-1997

(en puntos porcentuales del PIB)

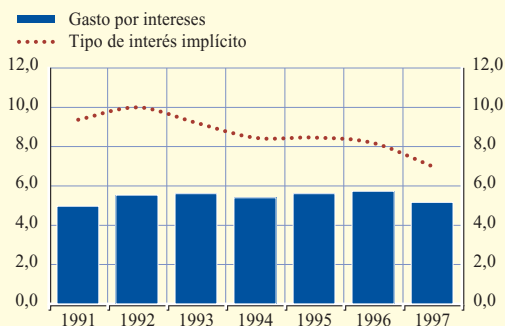


Fuente: Comisión Europea, otoño 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.

1) Definido como la variación anual del saldo primario ajustado de ciclo.

Gráfico 1c: Carga de intereses de la deuda pública, 1991-1997

(en puntos porcentuales del PIB; porcentajes anuales)



Fuente: Comisión Europea, otoño 2003 (base de datos AMECO).

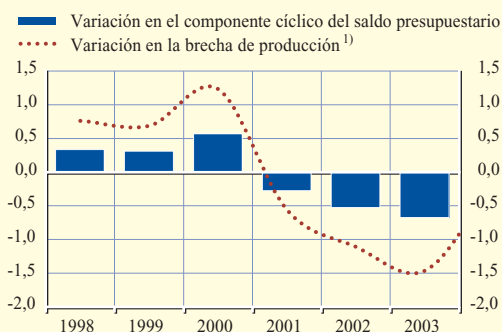
este artículo para medir los esfuerzos de saneamiento presupuestario. A esta variación se le denomina “saneamiento” en los gráficos 1b y 2b. Los gráficos muestran el modo en que los países han distribuido sus esfuerzos de consolidación presupuestaria a lo largo del tiempo. Desde 1992 hasta 1995 se produjeron, en promedio, avances en el saneamiento, lo cual se pone en evidencia por el aumento acumulativo de 1,4 puntos porcentuales del PIB en el superávit primario ajustado de ciclo registrado durante ese período. Como resultado del impulso dado al saneamiento, a fin de cumplir los criterios fiscales de convergencia para poder participar en la tercera fase de la UEM, la ratio media de déficit público de la zona del euro se redujo significativamente entre 1996 y 1997. Durante esos años, el superávit primario ajustado de ciclo mejoró un total de 2 puntos porcentuales del PIB en la zona del euro.

Pese a estos esfuerzos decididos y continuados por sanear los presupuestos, la carga de la deuda (es decir, la ratio de gasto por intereses en relación con el PIB) no comenzó a disminuir hasta 1997, ya que la reducción gradual, aunque importante, del tipo de interés implícito pagado por la deuda pública —la ratio de gasto por intereses en relación con la deuda— no compensó el hecho de que la ratio de deuda siguiese aumentando (véase gráfico 1c).

La modificación de la situación presupuestaria de los países de la zona del euro puede definirse mediante el desglose de los componentes de la variación en el saldo presupuestario en contribuciones por ingresos, gasto (primario) excluido intereses y gasto por intereses. Hasta 1997 en muchos países el ajuste del lado de los ingresos precedió, y en algunos casos fue superior, al ajuste del lado del gasto. En el período comprendido entre 1992 y 1997, la ratio de ingresos en relación con el PIB de la zona del euro se incrementó en 2,9 puntos porcentuales, lo que la elevó al 47,6% en 1997. Ajustada del efecto de ciclo, la ratio de ingresos muestra una desviación aún más pronunciada hacia un ajuste basado en los impuestos, con un aumento de 4,1 puntos porcentuales durante el mismo período. Sin embargo, varios países efectuaron una serie de subidas discrecionales de los impuestos a través de medidas transitorias que no produjeron ajustes duraderos.

Gráfico 2a: Impacto del ciclo en el saldo presupuestario, 1998-2003

(en puntos porcentuales del PIB)

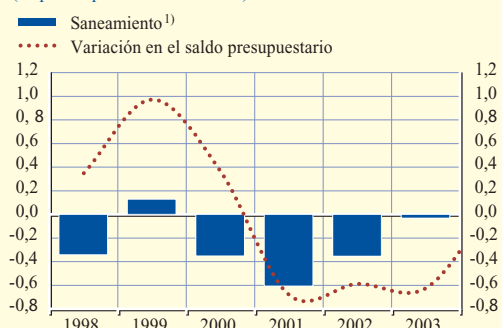


Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo y estimación de la brecha de producción utilizando la metodología de la Comisión.

1) Definido como la brecha entre el PIB real y el PIB potencial, en porcentaje del PIB potencial a precios de mercado de 1995.

Gráfico 2b: Variaciones en el saldo y saneamiento¹⁾, 1998-2003

(en puntos porcentuales del PIB)

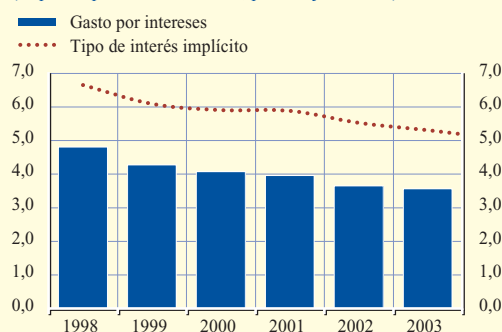


Fuente: Comisión Europea, otoño 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.

1) Definido como la variación anual del saldo primario ajustado de ciclo.

Gráfico 2c: Carga de intereses sobre la deuda pública, 1998-2003

(en puntos porcentuales del PIB; porcentajes anuales)



Fuente: Comisión Europea, otoño 2003 (base de datos AMECO).

La ratio de gasto total se mantuvo ligeramente por encima del 50% del PIB durante la mayor parte del período. El aumento de más de 2 puntos porcentuales entre 1991 y 1995 se corrigió parcialmente a lo largo de 1996 y 1997. Por tanto, la tendencia al alza de las ratios de gasto público imperante en la mayoría de los países en la década de los ochenta consiguió, al menos, frenarse.

En conjunto, la mayor parte de los esfuerzos de consolidación realizados desde principios de la década de los noventa hasta 1997 sugieren que la firma del Tratado y la adopción del marco presupuestario de la UE promovieron con éxito la disciplina presupuestaria durante ese período. No obstante, el saneamiento presupuestario se basó en gran medida en el aumento de los ingresos, mientras que el gasto primario medio se elevó ligeramente en la zona del euro.

3 LAS POLÍTICAS FISCALES DESDE 1998

Desde que en la primavera de 1998 se decidió qué países participarían inicialmente en la tercera fase de la UEM, el éxito de las políticas fiscales en relación con los objetivos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha sido sólo parcial. El déficit medio de la zona del euro siguió inicialmente reduciéndose y muchos países lograron situaciones presupuestarias saneadas. Con posterioridad, sin embargo, la mayoría de los países ha experimentado un deterioro de los saldos presupuestarios que no puede atribuirse solamente al debilitamiento del entorno económico. En algunos casos, incluidos los países más grandes de la zona del euro, han vuelto a registrarse desequilibrios presupuestarios significativos. En el 2001, el déficit presupuestario de Portugal excedió el valor de referencia del 3% del PIB, y le siguieron Alemania y Francia con déficit excesivo tanto en el 2002 como en el 2003.

La ratio media de déficit público de la zona del euro, que disminuyó gradualmente desde 1997 hasta el 2000, ha seguido una tendencia alcista desde entonces (véase cuadro 2). Se estima que en el 2003 la ratio media de déficit presupuestario se ha situado en el 2,8% del PIB, un nivel prácticamente igual al registrado en 1997. La ratio de deuda de las Admi-

Cuadro 2: Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro, 1998-2003

(en porcentaje del PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Saldo presupuestario	-2,3	-1,3	-0,9	-1,6	-2,2	-2,8
Componente cíclico	0,0	0,4	0,9	0,6	0,1	-0,6
Pagos de intereses	4,8	4,3	4,1	4,0	3,6	3,6
Saldo primario ajustado de ciclo	2,5	2,6	2,3	1,7	1,3	1,3
Deuda bruta	73,7	72,7	70,2	9,2	9,0	70,4

Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.
Nota: debido al redondeo, las cifras pueden no coincidir.

nistraciones Públicas siguió una tendencia descendente en casi todos los países, y la media de la zona del euro se redujo desde el máximo registrado del 75,4% del PIB correspondiente a 1997, hasta el 69% en el 2002. Pese a ello, se estima que la ratio media de deuda pública ha aumentado en el 2003 por primera vez desde la adopción de la moneda única y que ha superado ligeramente el 70% del PIB.

Durante el período 1998-2003, el impacto del ciclo económico en el saldo presupuestario cambió de signo, pasando de ser positivo desde 1998 hasta el 2000, a ser negativo del 2001 al 2003 (véase gráfico 2a). Así pues, el fuerte crecimiento contribuyó inicialmente a mejorar el saldo presupuestario total, antes de que la desaceleración económica y sus efectos negativos le afectasen.

Aunque los resultados durante el período de 1998 al 2003 difieren de país a país, la orientación de la política fiscal de la zona del euro en su conjunto fue relajada. El gráfico 2b muestra que el superávit primario ajustado de ciclo disminuyó especialmente entre el 2000 y el 2002. Es interesante también señalar que, tomando 1997 como año de referencia, el gasto por intereses se redujo notablemente durante el período de 1998 al 2003, en 1,6 puntos porcentuales del PIB (véase gráfico 2c), debido, principalmente, al significativo descenso de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo. La disminución en aproximadamente 5 puntos porcentuales de la ratio de deuda pública surtió un efecto mucho menor sobre el gasto por intereses.

El análisis de los principales componentes del presupuesto, es decir, ingresos y gastos, relativo al

período 1998-2003 resulta, asimismo, revelador. Se observa una disminución considerable de los ingresos de casi 1,5 puntos porcentuales del PIB, que ha situado la ratio de ingresos en el 46,2% del PIB previsto para el 2003. Al efecto de los recortes impositivos sobre los saldos presupuestarios se añadió el incremento adicional, aunque modesto, del gasto primario hasta el 45,4% del PIB previsto para el 2003. Como resultado, el superávit primario registró una importante reducción de 1,8 puntos porcentuales del PIB.

La evolución de estas ratios puede analizarse más detalladamente eliminando el efecto del ciclo sobre ingresos y gastos, lo que contribuye a arrojar alguna luz sobre la evolución tendencial de estos importantes componentes del presupuesto. Entre 1998 y el 2003, la ratio media de ingresos ajustados de ciclo de la zona del euro descendió en torno a 1,5 puntos porcentuales, mientras que la ratio de gasto primario ajustado de ciclo se mantuvo, en general, estable.

Así pues, la evolución de las finanzas públicas ha mostrado en todo caso un panorama desigual desde 1998. Los déficit fiscales de la zona del euro siguieron reduciéndose inicialmente y los estabilizadores automáticos funcionaron en gran medida a través de ajustes inducidos en las partidas presupuestarias sensibles a la posición cíclica de la economía. No obstante, los saldos presupuestarios no mejoraron lo suficiente durante el período de elevado crecimiento. A esto hay que sumar el deterioro sustancial de los saldos primarios ajustados de ciclo cuando posteriormente se produjo la desaceleración de la economía de la zona del euro. La relajación estuvo encubierta por

la disminución del gasto por intereses como resultado de la adopción de la moneda única unida a la estabilidad de precios, la reducción de los tipos de interés y la desaparición de los diferenciales de los tipos de interés. Una vez más, en la zona del euro en su conjunto no se efectuó una contención del gasto significativa. Estos factores son, en gran medida, responsables de que previsiblemente, el déficit medio de la zona de euro se aproxime al 3% del PIB en el 2003, y de que en algunos países se registre un déficit excesivo.

4 VALORACIÓN DEL SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO Y DE LAS ESTRATEGIAS DE POLÍTICA FISCAL

La favorable evolución de las finanzas públicas en el período previo a la unión monetaria, el avance continuado —aunque no siempre suficiente— en la reducción del déficit durante los años de elevado crecimiento económico y la reaparición de desequilibrios presupuestarios significativos en los últimos años ha suscitado dos cuestiones fundamentales. La primera plantea en qué medida los países han realizado suficientes ajustes presupuestarios de carácter duradero, a fin de alcanzar situaciones presupuestarias saneadas y de acelerar la disminución de la ratio de deuda pública. La segunda cuestión considera la idoneidad de las estrategias de política fiscal aplicadas por los países. Una parte considerable de la literatura se ha centrado en el examen de episodios relativos al saneamiento presupuestario y ha analizado las características de los ajustes presupuestarios que producen mejoras efectivas y duraderas de las finanzas públicas y propician en mayor medida el crecimiento económico. La principal conclusión que se desprende es que el éxito de una estrategia de saneamiento presupuestario depende decisivamente de su magnitud, su calidad (en concreto, la composición del ajuste presupuestario) y de la situación de partida de las finanzas públicas en cuestión. La composición del ajuste presupuestario es especialmente importante, ya que existe evidencia de que un ajuste del lado del gasto tiende a ser más favorable al crecimiento y sus efectos más duraderos que un ajuste basado en los impuestos que no esté acompañado de una reducción del gasto.

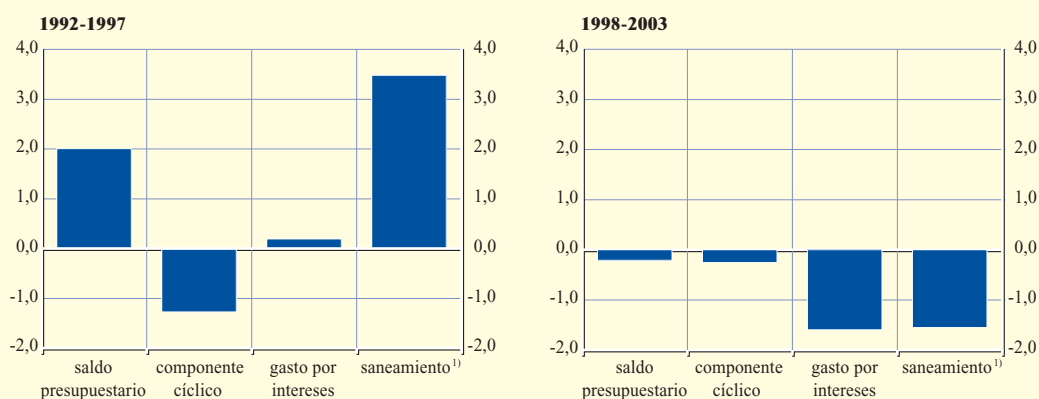
Por lo que se refiere a la primera cuestión —la realización de esfuerzos de consolidación suficientes y continuados— los resultados han sido sólo parcialmente positivos, ya que el saneamiento se ha visto frenado o incluso se ha producido una reversión en los últimos años. En cuanto a la segunda cuestión, las estrategias de saneamiento presupuestario también han puesto de manifiesto importantes deficiencias, en especial a la luz de las elevadas ratios de gasto e impuestos que distorsionan la adopción de decisiones económicas y obstaculizan el dinamismo económico en la zona del euro (véase gráfico 3). La primera mitad de los años noventa se caracterizó por un importante grado de saneamiento presupuestario basado en subidas de impuestos. En los últimos años, se ha producido una reversión de parte de los resultados conseguidos como consecuencia de los recortes de impuestos, que contrarrestan la *prima* de la UEM derivado de la bajada de los tipos de interés y de la reducción del pago de la carga de la deuda. Durante el período comprendido entre 1992 y el 2003, la disminución del gasto primario no resultó, en promedio, lo suficientemente ambiciosa como para completar el proceso de saneamiento y permitir realizar recortes impositivos sin comprometer la solidez de las finanzas públicas.

Un breve examen de los ajustes de las finanzas públicas realizados por cada país de la zona del euro confirma el cuadro general de las diversas estrategias seguidas. El gráfico 4 muestra los ajustes basados en los impuestos frente a los ajustes del lado del gasto entre 1992 y 1997 por países (medidos por las variaciones, respectivamente, de la ratio de ingresos ajustados de ciclo y de la ratio de gasto primario ajustado de ciclo), así como la media de la zona del euro. Los puntos situados por debajo de la diagonal indican una mejora a lo largo del período considerado y los situados por encima, un deterioro. Los puntos que aparecen en el primer cuadrante por debajo de la diagonal muestran los países que lograron ajustes presupuestarios mediante subidas de los impuestos, contrarrestados en parte por el incremento de los gastos. Los que aparecen en el segundo cuadrante indican los países que pusieron en práctica políticas basadas tanto en la subida de los impuestos como en la reducción

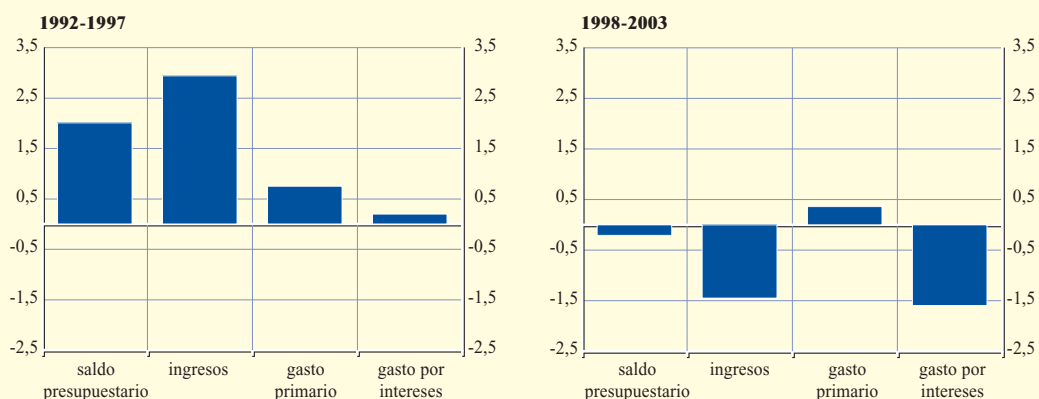
Gráfico 3: Evolución presupuestaria: factores determinantes y componentes

(en puntos porcentuales del PIB)

Variación de la situación presupuestaria media en la zona del euro y factores subyacentes



Variación de la situación presupuestaria media en la zona del euro: ingreso, gasto primario y gasto por intereses



Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.

1) Definido como variación anual del saldo primario ajustado de ciclo.

del gasto, a fin de reducir el déficit. El tercer cuadrante por debajo de la diagonal contiene los puntos correspondientes a los países que consiguieron un saneamiento presupuestario reduciendo el gasto y pese a haber rebajado los impuestos.

Resulta interesante observar que casi todos los países de la zona del euro están situados en el primer y segundo cuadrantes, lo que indica estrategias de saneamiento presupuestario del lado de los impuestos, que, en la mayoría de los casos, se han visto debilitadas por el aumento de las ratios de gasto (en particular Grecia, Francia, Austria y

Portugal) y, en otros, se han visto reforzadas por la disminución o la estabilización de la misma (Italia, España y Bélgica). Por otro lado, los Países Bajos están situados en el tercer cuadrante, indicando un descenso tanto de la ratio de impuestos como de la de gastos, lo que implica un saneamiento del presupuesto y una reducción del sector de las Administraciones Públicas.

En los últimos años, las estrategias de muchos países cambiaron en relación con los ingresos, pero no en cuanto a las políticas de gasto. Las medidas discrecionales encaminadas a reformar los siste-

mas impositivos y a reducir la carga tributaria no se vieron acompañadas en la mayoría de los países de suficientes medidas que contuviesen el crecimiento del gasto. Los recortes impositivos se vieron impulsados por la consideración de que una carga tributaria excesiva sobre los factores de producción (trabajo y capital) iba en detrimento de la actividad económica. La preocupación en cuanto a los efectos distorsionadores de unos impuestos elevados sobre los incentivos, sumada a unas estimaciones optimistas de la repercusión positiva esperada como resultado de la disminución de la carga tributaria, condujo a una estrategia política que concedía prioridad a los recortes de impuestos, antes que a la necesidad de mantener la disciplina presupuestaria.

Las mayores rebajas de impuestos han estado destinadas tanto a las personas físicas como al sector empresarial, en particular, en aquellos países de la zona del euro que registraban ratios de ingresos relativamente elevadas. En determinados casos, los ingresos transitoriamente elevados derivados del repunte cíclico ocultaban la repercusión que las reducciones discrecionales de impuestos tenían sobre el déficit. Como resultado, se generó una confianza excesiva en las posibilidades de autofinanciación

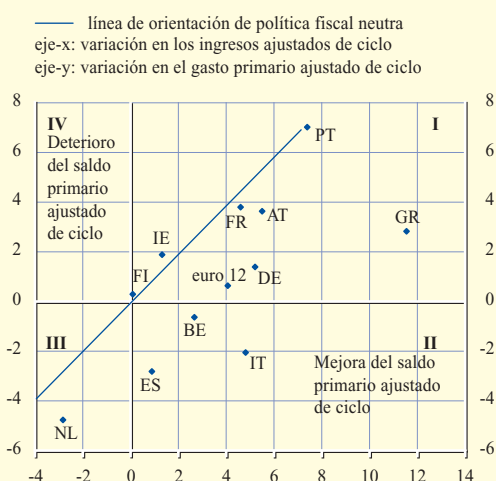
de los recortes impositivos y las modificaciones no siempre fueron financiadas de forma adecuada mediante recortes presupuestarios. El efecto de esta prioridad política no se hizo plenamente patente hasta que el auge económico comenzó a debilitarse. Tras la desaceleración económica y el descenso de los precios de los activos que comenzó en el 2000, los ingresos empezaron a reducirse y la mayor parte de los países experimentó un empeoramiento de su situación presupuestaria.

Como resultado de esta estrategia de reducción de impuestos, la mayoría de los países ha registrado en los últimos años un deterioro de su saldo primario ajustado de ciclo, o como mucho únicamente ha conseguido mantenerlo en el mismo nivel. El gráfico 5, que abarca el período 1998-2003, confirma esta descripción, ya que casi todos los puntos aparecen por encima de la diagonal, indicando un deterioro de los saldos presupuestarios de los países a través de la reducción de impuestos. Además, la mayor parte de los países se encuentran por encima del eje horizontal, lo cual revela políticas de gasto expansionistas.

El deterioro presupuestario más acusado (medido por la distancia existente entre el punto correspondiente a un país y la diagonal del gráfico 5), conjuntamente con los recortes impositivos, se produjo en algunos de los países más grandes, concretamente en Alemania, Francia, Italia y los Países Bajos, aunque también en Grecia e Irlanda. En estos países, la aplicación de reformas tributarias de importancia no se vio acompañada por casi ninguna medida que estabilizara la ratio de gasto primario. Por lo tanto, en cierto modo, en estos países, incluidos la mayoría de los que en el 2003 han registrado un déficit cercano o superior al valor de referencia, se invirtió el resultado de los ajustes presupuestarios realizados en años anteriores. Por el contrario, los demás países financiaron los recortes impositivos discrecionales conteniendo el gasto o adoptando una estrategia que prácticamente aumentase en igual medida impuestos y gasto, manteniendo con ello una orientación fiscal, en términos generales, neutra. La única excepción general fue Finlandia, que siguió aplicando medidas para lograr un saneamiento presupuestario significativo.

Gráfico 4: Ajuste presupuestario 1992-1997

(en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cálculo de cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.

Nota: las cifras no incluyen Luxemburgo.

El saneamiento insuficiente y el modesto crecimiento económico de los últimos años también se reflejan en la evolución de la ratio de deuda pública. Tras registrar un descenso durante una serie de años, se prevé que la ratio media de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro haya vuelto a aumentar en el 2003. Por países, Francia y Alemania pasaron a formar parte del grupo de países integrado por Bélgica, Grecia, Italia y Austria, con una ratio de deuda pública superior al valor de referencia fijado en el 60%.

Para sintetizar, tanto la magnitud como la naturaleza de las medidas fiscales parecen haber afectado a la durabilidad y efectividad general del saneamiento presupuestario. Hasta 1997, el nivel de consolidación logrado fue significativo, si bien, a partir de entonces, no se ha seguido progresando adecuadamente en todos los países con una solidez que permita crear márgenes de seguridad suficientes a fin de poder afrontar las perturbaciones económicas imprevistas. Desde el 2001, por tanto, el efecto conjunto de la reducción de impuestos y de la desaceleración cíclica ha generado desequilibrios considerables con rapidez. Algunos países que durante el período de 1992 a 1997 confiaron

en gran medida en los ajustes del lado de los impuestos, como Italia y Alemania, también han experimentado en mayor medida la falta de consolidación presupuestaria en los años siguientes. Aún más importante es la ausencia de contención del gasto en numerosos países, que ha limitado el saneamiento presupuestario, los márgenes de seguridad para la estabilización y las perspectivas de sostenibilidad de las finanzas públicas.

5 CONCLUSIONES

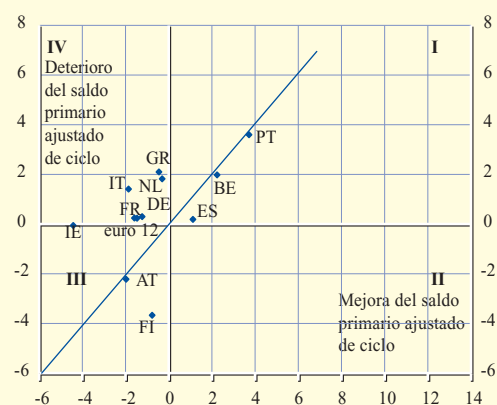
El análisis de las políticas fiscales de la zona del euro ha mostrado que se produjo un avance importante en el fortalecimiento de la sostenibilidad de las finanzas públicas después de la firma del Tratado. En particular, los esfuerzos realizados para sanear los presupuestos situaron la media del déficit de la zona del euro por debajo del 3% del PIB en 1997. La prolongada tendencia de una deuda pública creciente se frenó. En una serie de países se recobró una situación presupuestaria más saneada y se creó el margen de maniobra suficiente para que funcionaran los estabilizadores automáticos sin que existiese un riesgo elevado de incurrir en déficit excesivos. En algunos países, la ratio de deuda pública se situó en una senda de firme descenso, contribuyendo a prepararse para afrontar los problemas derivados del envejecimiento de la población. Unos cuantos países redujeron el gasto, lo que permitió tanto sanear el presupuesto como rebajar los impuestos.

Pese a ello, el progreso hacia la consecución de los objetivos establecidos en el marco presupuestario de la UE y la calidad de los ajustes presupuestarios resultó desigual a lo largo del tiempo y en los diversos países. Entre los años 1992 y 1997, gran parte de los avances se lograron mediante ajustes del lado de los ingresos, incluyendo en algunos casos la adopción de medidas transitorias. Después de 1997, el déficit medio continuó disminuyendo inicialmente durante el período de elevado crecimiento, hasta el 2000. No obstante, en algunos países esto no fue suficiente para que los estabilizadores automáticos funcionasen debidamente cuando, a partir de entonces, el crecimiento se ralentizó. La relajación presupuestaria adicional

Gráfico 5: Ajuste presupuestario 1998-2003

(en puntos porcentuales del PIB)

— línea de orientación de política fiscal neutra
eje-x: variación en los ingresos ajustados de ciclo
eje-y: variación en el gasto primario ajustado de ciclo



Fuente: Comisión Europea, otoño del 2003 (base de datos AMECO). Cálculo de cifras ajustadas de ciclo utilizando la metodología de la Comisión.
Nota: las cifras no incluyen Luxemburgo.

derivada de una reducción del gasto insuficiente, junto con la utilización del ahorro del gasto por intereses para financiar recortes impositivos y no para reducir el déficit, dio como resultado la reaparición de desequilibrios importantes. En los últimos años, algunos países han llegado incluso a sobrepasar el valor de referencia fijado para el déficit público y en algunos casos la ratio de deuda se ha mantenido muy elevada. Todo ello ha empezado a producir un efecto negativo sobre la aplicación de las propias normas fiscales.

La mayoría de los países de la zona del euro debe avanzar hacia la consecución de situaciones presupuestarias saneadas, de modo que la evolución de las ratios de déficit y de deuda se sitúe firmemente en una senda sostenible. La necesidad de sanear los presupuestos y los desafíos que las finanzas públicas han de afrontar a largo plazo también requieren ambiciosas reformas estructurales en el ámbito fiscal. En este sentido, la estrategia de política fiscal es crucial: dado que la “prima” de la UEM, en forma de ahorro en los pagos por intereses, ha sido ya utilizada en su mayor parte, debe lograrse tanto

un mayor nivel de saneamiento como la total financiación de los recortes impositivos mediante la reducción del gasto primario. Asimismo, una reforma del gasto bien diseñada puede estimular el crecimiento económico a medio plazo, aumentando los incentivos a la inversión y al trabajo. En un entorno así, la confianza en las perspectivas económicas fomentará igualmente la demanda y restará importancia, o incluso eliminará, toda disyuntiva entre saneamiento presupuestario y crecimiento económico, inclusive en el corto plazo.

Por último, es asimismo muy importante señalar que el hecho de no haber progresado suficientemente hacia el saneamiento presupuestario desde la adopción de la moneda única pone también de relieve la importancia de hacer cumplir estrictamente las normas fiscales de la UEM. Renovar el impulso en la aplicación del marco de la política presupuestaria en los periodos de bonanza, como se prevé en el futuro, puede crear un círculo virtuoso de solidez de las finanzas públicas, de reformas estructurales y de elevado crecimiento que sustente la estabilidad macroeconómica y de precios.

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

Las encuestas de opinión son un elemento importante para el análisis de la situación coyuntural, debido a la puntualidad y a la naturaleza de la información que proporcionan. En el presente artículo se describen las distintas maneras en que se pueden utilizar los datos procedentes de dichas encuestas. En primer lugar, pueden desarrollarse herramientas analíticas que permitan inferir información sobre variables económicas básicas a partir de los resultados de las encuestas. En segundo lugar, pueden examinarse las respuestas detalladas a las encuestas para identificar los factores económicos que configuran la evolución coyuntural, y evaluar su importancia. En tercer lugar, además de realizar un seguimiento regular de la evolución económica, pueden utilizarse los datos de las encuestas para efectuar con relativa prontitud una valoración inicial de las consecuencias de acontecimientos excepcionales.

Sin embargo, cabe interpretar con cautela los resultados de las encuestas, con independencia del uso que se haga de los datos obtenidos en las mismas. En efecto, la experiencia enseña que, en ocasiones, estos datos pueden ofrecer indicaciones engañosas, especialmente si se refieren a un período de tiempo relativamente corto, dado que es difícil valorar su fiabilidad. De una forma más general, los datos de las encuestas deberían evaluarse siempre en el contexto más amplio del análisis económico que se lleva a cabo en el marco de la estrategia de política monetaria del BCE.

I INTRODUCCIÓN

Los datos de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo constituyen una importante, aunque parcial, fuente de información para el análisis de la economía de la zona del euro que lleva a cabo el BCE¹. En el presente artículo se describen las principales características de los datos de las encuestas y se explica de qué manera pueden utilizarse estos datos para el análisis económico. En la sección 2 se señalan las encuestas de opinión relativas a la zona del euro de las que se dispone actualmente. En la sección 3 se examinan las principales características de los datos de estas encuestas y, en la sección 4, su utilidad para el análisis económico que realiza el BCE. Por último, la sección 5 recoge las conclusiones.

2 ENCUESTAS DE OPINIÓN RELATIVAS A LA ZONA DEL EURO

Las encuestas de opinión facilitan informaciones puntuales y valiosas sobre las percepciones y las expectativas de los encuestados respecto a la situación económica. Los resultados de estas encuestas complementan las estadísticas cuantitativas. Las encuestas de opinión cualitativas se llevan a cabo mediante cuestionarios, que consisten, por lo ge-

neral, en una breve serie de preguntas a las que los encuestados deben contestar si la situación económica actual ha mejorado, no ha variado o se ha deteriorado. Las encuestas empresariales se realizan en distintos sectores (manufacturas, servicios y comercio al por menor) y van dirigidas a los máximos responsables de las empresas, mientras que las encuestas de opinión de los consumidores se efectúan sobre una muestra de hogares. Además de preguntas cualitativas que solicitan una valoración, algunas encuestas de opinión incluyen también preguntas cuantitativas, por ejemplo, sobre el grado de utilización de la capacidad productiva del sector manufacturero.

En el ámbito de la zona del euro se llevan a cabo, principalmente, dos encuestas de opinión, cuyos resultados se publican y comentan regularmente en el *Boletín Mensual* del BCE: (i) las encuestas de opinión que publica la Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros), y (ii) las encuestas a los directores de compras que realiza NTC Research para Reuters. La mayor parte de las series relativas a la zona del euro que proceden de estas encuestas se refieren a la actividad económica.

1 Véanse los artículos titulados "El papel de los indicadores de coyuntura en el análisis de la evolución de los precios en el área del euro" (*Boletín Mensual*, abril 1999) y "El contenido informativo de los indicadores sintéticos del ciclo económico de la zona del euro" (*Boletín Mensual*, noviembre 2001).

ENCUESTAS DE OPINIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA

Las encuestas armonizadas de la Comisión Europea que se llevan a cabo en los sectores manufacturero, de la construcción, de servicios y del comercio al menor, así como la encuesta dirigida a los consumidores (denominadas, conjuntamente, encuestas de opinión de la Comisión Europea) proporcionan el mayor número de datos de todas las encuestas de opinión relativas a la zona del euro. Los institutos nacionales (institutos de estadística, organismos de investigación y asociaciones económicas) efectúan regularmente estas encuestas para la Comisión en cada uno de los Estados miembros de la UE. Recientemente, los países candidatos han empezado, aunque en distintas fechas, a participar en las encuestas de la Comisión Europea. Los institutos nacionales incluyen las preguntas del cuestionario armonizado elaborado por la Comisión. Algunas de las preguntas se refieren a la situación pasada (por ejemplo, “¿Cuál ha sido la evolución de su producción en los últimos tres meses?”), mientras que otras se refieren a la situación futura (“En comparación con los últimos doce meses, ¿cómo espera que evolucionen los precios de consumo en los próximos doce meses?”) o a la situación actual (“¿Cómo consideran su situación económica actual?”). Sin embargo, los institutos de cada país pueden incluir en las distintas encuestas preguntas adicionales encaminadas a recoger información de uso nacional.

En la actualidad, la Comisión Europea lleva a cabo cinco encuestas mensuales en los sectores siguientes: industria (cerca de 20.000 empresas de la zona del euro), construcción (7.500 empresas), comercio al por menor (14.000 empresas), servicios (16.000 empresas) y consumidores (20.000 hogares). Las encuestas realizadas en la industria, la construcción y entre los consumidores contienen algunas preguntas que sólo se formulan con una frecuencia trimestral. Además, se efectúa cada semestre una encuesta armonizada sobre inversión en los sectores industriales, que recoge información sobre los planes de inversión de las empresas. La encuesta trimestral sobre la economía mundial, dirigida a un grupo internacional de expertos económicos, ofrece una valoración de la situación económica internacional. Por último, la

Comisión lleva a cabo, ocasionalmente, encuestas sobre temas específicos, como la que dedicó en 1999 a determinados aspectos del mercado laboral de la UE².

A partir de cada una de las encuestas mensuales de la Comisión Europea se calculan unos indicadores sintéticos de confianza que resumen las respuestas a distintas preguntas en un solo indicador. Los indicadores de confianza están diseñados para resumir el “clima” general del sector económico analizado y para realizar un seguimiento razonablemente bueno de la evolución de una variable de referencia a partir de estadísticas cuantitativas. Por ejemplo, la producción manufacturera es la variable de referencia del indicador de confianza industrial. De vez en cuando se revisan y actualizan los componentes seleccionados para el cálculo de los indicadores de confianza. En la última revisión, que se llevó a cabo en el 2001, la Comisión modificó los componentes del indicador de confianza de los consumidores.

La Comisión calcula los agregados de la zona del euro como medias ponderadas a partir de los resultados nacionales, y efectúa un ajuste estacional de las series agregadas. Los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea se presentan, habitualmente, como “estadísticas de saldos”, es decir, la diferencia entre los porcentajes de encuestados que dan una respuesta positiva y de los que dan una respuesta negativa (en forma de saldo neto).

Las encuestas mensuales de la Comisión Europea se realizan en la primera quincena de cada mes y las trimestrales en la primera quincena de cada trimestre (enero, abril, julio y octubre). La Comisión suele publicar los resultados de estas encuestas el último día hábil del mes de referencia, aunque los resultados correspondientes a agosto y septiembre se publican conjuntamente a finales de este último mes. Para la encuesta industrial, se publican los resultados nacionales y los de la zona del euro desagregados por rama de actividad. En general,

2 Esta encuesta fue la cuarta sobre este tema, tras las de 1985, 1989 y 1994. Para más detalles, véase “European Economy (Reports and Studies, Nº 4 – 2000), Performance of the European Union Labour Market”.

se dispone de datos de las encuestas mensuales de la Comisión Europea para la zona del euro a partir de 1985, con la única excepción de la encuesta sobre los servicios, en la que los datos empiezan en 1995, aunque la cobertura de las actividades de este sector ha ido aumentando desde ese año.

ENCUESTAS A LOS DIRECTORES DE COMPRAS

NTC Research lleva a cabo para Reuters encuestas mensuales en la zona del euro entre los directores de compras del sector manufacturero y del sector servicios, reuniendo, en conjunto, información de más de 5.000 empresas. La encuesta a los directores de compras de la zona del euro es relativamente reciente (resultados a partir de 1997 para el sector manufacturero y de 1998 para los servicios). El diseño y la metodología de las encuestas son bastante similares a los de las encuestas a los directores de compras de Estados Unidos. En general, estas encuestas tienen por objeto ofrecer información puntual sobre la evolución actual o reciente de la actividad económica y de los precios.

La encuesta a los directores de compras del sector manufacturero se realiza actualmente en ocho países de la zona del euro, que representan más del 90% de la zona en términos de ponderaciones del PIB, y la de los servicios en cinco países, que suman el 80% de la zona. Los cuestionarios de la encuesta a los directores de compras comprenden, principalmente, preguntas sobre la situación real actual, en las que se pide a los encuestados que señalen la dirección del cambio del indicador en comparación con el mes anterior (por ejemplo, “¿Es el nivel de pedidos recibidos por su empresa mayor, igual o menor que el del mes anterior?”).

Los porcentajes de encuestados que señalan un nivel mayor, menor o igual se convierten en indicadores de difusión, en los que el valor 50 debería corresponder al nivel en el que la variable en cuestión no ha cambiado. Por lo tanto, los valores superiores (o inferiores) a este umbral teórico indican un aumento (o disminución) de la variable con respecto al mes precedente.

Las preguntas, que varían entre el sector manufacturero y el sector servicios, presentan un mayor grado

de detalle en el primero (por ejemplo, existencias de productos adquiridos y de productos terminados). El índice de directores de compras del sector manufacturero es un indicador sintético calculado a partir de los índices de nuevos pedidos, producción, empleo, plazos de entrega de proveedores y existencias de productos adquiridos. A su vez, las respuestas a las preguntas formuladas en las dos encuestas (manufacturas y servicios) a los directores de compras (por ejemplo, sobre producción, nuevos pedidos, precios de los consumos intermedios y empleo) se combinan para elaborar los índices compuestos de la zona del euro.

Los datos de las encuestas a los directores de compras se recopilan a mediados de mes y los resultados de la zona del euro se publican el primer día hábil (para el sector manufacturero) y el tercer día hábil (para los servicios y los índices sintéticos) siguientes al mes de referencia. Los resultados de la zona del euro desagregados por ramas de actividad no se publican.

3 CARACTERÍSTICAS DE LOS DATOS DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN

Los datos de las encuestas de opinión presentan varias características que hacen de ellos una herramienta potencialmente útil para el análisis económico. Una de las principales características, que ha suscitado el interés en el uso de encuestas de opinión, es la puntualidad con la que vienen publicados los datos con respecto a las estadísticas oficiales de Eurostat. Pese a las mejoras conseguidas, las estadísticas oficiales de la zona del euro se publican frecuentemente con retrasos relativamente largos³. Para la zona del euro, las encuestas a los directores de compras y las de la Comisión Europea proporcionan información hasta tres meses antes de la publicación de las estadísticas oficiales.

3 Para más detalles sobre los avances realizados recientemente, en cuanto a disponibilidad y retrasos de publicación, en las estadísticas coyunturales de la zona del euro, véase el artículo titulado “Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro” en el Boletín Mensual de abril del 2003 y el recuadro 7 del Boletín Mensual de septiembre del 2003.

En segundo lugar, además de su puntualidad, los datos de las encuestas de opinión tienen, por lo general, una periodicidad mensual. Si bien los datos mensuales contienen, con frecuencia, bastante “ruido” y requieren ajustes estacionales, esta periodicidad mensual representa una ventaja en relación con otras fuentes de información. Por ejemplo, los datos del PIB de la zona del euro se publican trimestralmente. Con los retrasos de publicación, ello podría suponer desfases significativos entre los períodos de referencia de las últimas estadísticas disponibles y la fecha actual, factor particularmente relevante para la valoración de la actividad en los sectores de la economía que tienen una menor cobertura estadística mensual o que carecen de ella. Este es el caso de la actividad en el sector servicios, para la que sólo se dispone de series mensuales de estadísticas relativas al volumen de ventas del comercio al por menor, por lo que únicamente una parte reducida de este sector dispone de cobertura estadística. Así pues, los resultados de las encuestas a los directores de compras y de las de la Comisión Europea que se llevan a cabo en el sector servicios proporcionan información potencialmente útil con periodicidad mensual.

En tercer lugar, los datos de las encuestas de opinión constituyen la principal fuente de información directa sobre algunos aspectos de la evolución económica. Por ejemplo, sólo las encuestas de la Comisión Europea facilitan información sobre el grado de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, mientras que la encuesta a los directores de compras incluye un indicador de precios de producción en el sector servicios. No existen datos puntuales sobre la evolución de los precios del sector servicios de la zona del euro en las primeras fases de la cadena de producción, pese a ser un elemento importante del proceso general de formación de precios.

En cuarto lugar, algunos de los datos procedentes de las encuestas tienden a mostrar una menor volatilidad que las estadísticas cuantitativas correspondientes. Ello se debe a la naturaleza de la información recogida en las encuestas de opinión y en las estadísticas oficiales. Las percepciones expresadas en algunas encuestas de opinión

tienden a variar gradualmente, mientras que las estadísticas oficiales reflejan también factores transitorios, como condiciones atmosféricas inusuales, huelgas, etc. En teoría, la evolución menos errática de las encuestas de opinión debería permitir identificar más rápidamente los puntos de giro en estos datos. En efecto, se necesitan menos observaciones procedentes de encuestas de opinión para confirmar un cambio de tendencia en la situación económica. Sin embargo, las propiedades de las series temporales varían entre una encuesta de opinión y otra. En particular, como se señala regularmente en el *Boletín Mensual*, los resultados de las encuestas de la Comisión Europea en la construcción y el comercio al por menor tienden a evidenciar cierta volatilidad.

Por último, otra característica de los datos de las encuestas es la ausencia de revisiones, que son, sin embargo, una práctica común en las estadísticas oficiales. Las estimaciones iniciales de las estadísticas cuantitativas se basan, frecuentemente, en información parcial. Por lo general, a medida que se vaya disponiendo de información más completa, se revisan las cifras, con lo que aumenta la fiabilidad de las estimaciones. Por el contrario, los datos de las encuestas de opinión no se revisan y los resultados de las encuestas pueden no incluir determinada información debido, por ejemplo, a la recepción tardía de las respuestas a los cuestionarios.

Sin embargo, los datos de las encuestas presentan ciertas limitaciones que han de tenerse en cuenta a la hora de utilizarlos. Normalmente, las encuestas de opinión sólo recogen valoraciones cualitativas, aunque éstas se interpretan a menudo en términos cuantitativos. Por ello, la traducción de los resultados de las encuestas en estimaciones cuantitativas para las estadísticas oficiales requiere prudencia. El nivel de detalle de los datos de las encuestas de opinión es más limitado que el de las estadísticas económicas cuantitativas. Además, los resultados de las encuestas no concuerdan necesariamente entre los sectores, como ocurre en el caso de las cuentas nacionales trimestrales. Por último, los encuestados pueden carecer, a veces, de incentivos suficientes para dar respuestas cualitativas a las preguntas de los cuestionarios. Ello es, probablemente, menos importante para las encuestas

empresariales que para las realizadas entre los consumidores, dado que las primeras están dirigidas a los máximos responsables de las empresas, que tienen acceso a toda la información relevante. Las respuestas que no se basen en toda la información disponible podrían constituir una fuente de error en los datos de las encuestas.

4 UTILIZACIÓN DE LOS DATOS DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN EN EL ANÁLISIS ECONÓMICO

Tras describir las características que hacen de las encuestas de opinión un instrumento potencialmente útil para el análisis coyuntural, en la presente sección se ilustra con algunos ejemplos la utilización de los resultados de las encuestas en el análisis económico que lleva a cabo el BCE. En la primera parte de la sección se examina el uso de las encuestas de opinión para cuantificar los principales indicadores económicos, como los relativos al crecimiento del PIB real o a los precios industriales (IPRI), antes de su publicación. De manera informal, puede inferirse información de las encuestas cualitativas mediante el examen gráfico o el empleo de técnicas econométricas. Este último enfoque se explica con un ejemplo en el recuadro que figura en el presente artículo. En la segunda parte de la sección se indica cómo pueden utilizarse las encuestas para identificar los factores determinantes de la evolución económica, destacando la utilidad de las encuestas cuando circunstancias excepcionales influyen en la economía, como ocurrió hacia finales del 2001 y comienzos del 2002.

ESTADÍSTICAS OFICIALES OBTENIDAS A PARTIR DE LOS DATOS DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN

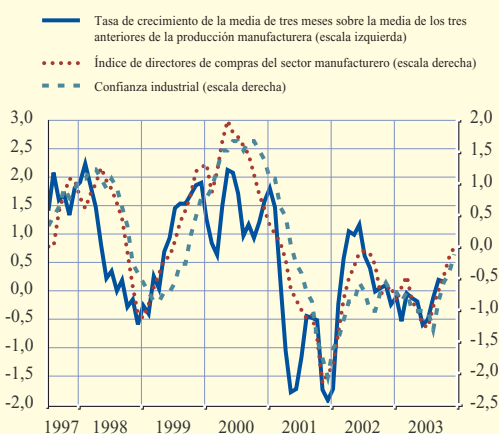
En algunos casos, las preguntas de los cuestionarios vierten sobre una determinada variable económica básica, lo que permite inferir directamente de los resultados de la encuesta estimaciones de las estadísticas oficiales. Las encuestas a los directores de compras y las de la Comisión Europea incluyen preguntas en las que se solicita a las empresas una valoración de la evolución de la actividad y de los precios a nivel sectorial, así como sus expectativas al respecto. Estas preguntas se refieren al mismo

aspecto de la evolución económica que los datos de producción y de precios de las estadísticas oficiales para un determinado sector. Asimismo, la valoración por parte de las empresas del empleo actual y futuro puede considerarse como la contrapartida cualitativa de las estadísticas cuantitativas sobre el número de ocupados.

El gráfico 1 muestra que la evolución de la confianza industrial y del índice de directores de compras del sector manufacturero presenta una elevada correlación con las tasas de crecimiento de la producción manufacturera. Parece pues que los datos de las encuestas de opinión proporcionan información útil sobre la evolución de la actividad en el sector manufacturero. Por otra parte, como puede apreciarse en el gráfico, las dos encuestas de opinión señalaron en tiempo oportuno puntos de giro en la producción manufacturera. Al comienzo del 2002, un fuerte aumento de la confianza industrial y del índice de directores de compras del sector manufacturero fue seguido rápidamente por una aceleración de la producción manufacturera. Sin embargo, este repunte de la confianza fue impulsado, en gran medida, por unas elevadas expectativas de producción, que no llegaron nunca a materializarse completamente. Unos meses más tarde, los datos cualitativos de

Gráfico 1: Índice de directores de compras del sector manufacturero, confianza industrial y crecimiento de la producción manufacturera

(tasas de variación anuales; datos de las encuestas reflejados como desviación con respecto a la media, dividida por la desviación típica)



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

las encuestas señalaron correctamente un nuevo descenso de la actividad manufacturera. En el gráfico, los resultados de las encuestas figuran en la escala derecha. Dada la mayor puntualidad de publicación de los datos de las encuestas de opinión, estos resultados pueden traducirse en unas primeras estimaciones de las tasas de crecimiento de la producción manufacturera.

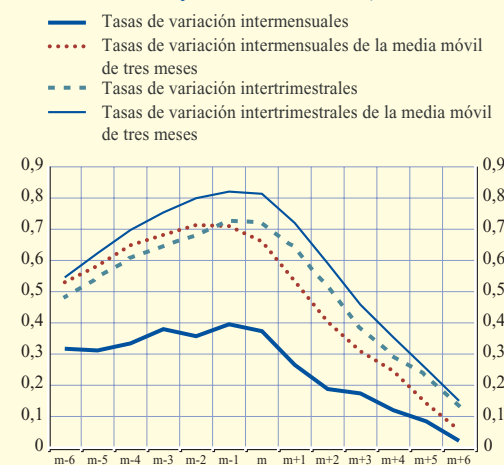
La utilización de la confianza industrial para inferir la evolución de la producción requiere cierta cautela. Como puede observarse en el gráfico, la correlación entre los datos de las encuestas y la evolución real dista de ser perfecta y puede variar con el tiempo. En algunos casos, los datos de las encuestas de opinión han mostrado retrasos con respecto a los puntos de giro de la actividad, como ocurrió con la encuesta de confianza industrial de la Comisión Europea efectuada a principios de 1999. Según los cuestionarios de la encuesta a los directores de compras, los resultados deberían reflejar variaciones en las tasas de crecimiento intermensuales de la producción, ya que se pregunta a las empresas cuál ha sido la evolución de la producción en relación con el mes precedente.

El gráfico 2 muestra la correlación entre el índice de directores de compras del sector manufacturero y la producción con distintos adelantos y retrasos. La tasa de variación de la producción se ha calculado utilizando las variaciones intermensuales e intertrimestrales. Además, las variaciones de la producción se calculan también a partir de la media móvil de tres meses. Los resultados revelan que los datos cualitativos de las encuestas están relacionados más estrechamente (es decir, presentan una mayor correlación) con la senda más suave seguida por las tasas de crecimiento, si se utiliza medias móviles de tres meses de la producción manufacturera.

Por otro lado, la evolución del índice de directores de compras parece ser contemporánea de la de las tasas de crecimiento intertrimestrales de la producción, mientras que muestra ligeros retrasos con respecto a la de las tasas de variación intermensuales. Por este motivo, las encuestas no son idóneas para anticipar variaciones a muy corto plazo de la pro-

Gráfico 2: Estructura de adelantos y atrasos del índice de directores de compras y de la producción manufacturera

(correlación entre el índice de directores de compras y distintas transformaciones de la producción manufacturera)



Fuentes: Eurostat, Reuters y cálculos del BCE.

ducción. En conjunto, las respuestas a las encuestas parecen evidenciar cierto grado de inercia, por lo que debería deducirse que reflejan la evolución registrada a lo largo de varios meses, más que las variaciones intermensuales a las que se refieren las preguntas de los cuestionarios. La experiencia enseña también que el umbral teórico de 50 en el índice de directores de compras, que separa los períodos de crecimiento positivo y negativo de la actividad económica, no refleja siempre esta distinción en la práctica. De una manera más general, parece que las variaciones de las series de las encuestas deberían considerarse conjuntamente con sus niveles.

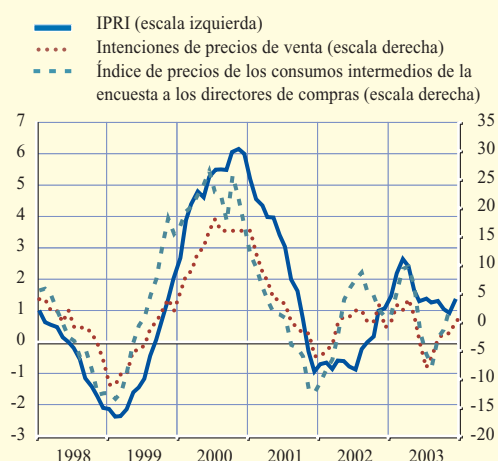
Otro ejemplo de inferencia cuantitativa viene puesto de manifiesto en las preguntas sobre la evolución de los precios del sector manufacturero formuladas en la encuesta a los directores de compras y en la de la Comisión Europea. El gráfico 3 muestra los resultados de estas encuestas y la tasa de variación interanual de los precios industriales del sector manufacturero. Estos datos son particularmente importantes porque ayudan a identificar las presiones sobre los precios, que se producen en las primeras fases de la cadena de producción y que podrían transmitirse, posteriormente, a los precios de los productos terminados y a los precios de consumo.

Sin embargo, existe una diferencia conceptual entre la encuesta a los directores de compras y la de la Comisión Europea. Mientras que a los participantes en la encuesta a los directores de compras se les pregunta sobre la evolución de los precios en el mes anterior, los de la encuesta de la Comisión Europea han de indicar sus intenciones de precios de venta en los tres meses siguientes. Ello significa que, por su propia construcción, la encuesta a los directores de compras es indicativa de una situación pasada, por lo que debería, en teoría, ser la que presente la mayor correspondencia con la tasa de variación intermensual contemporánea del IPRI. Por el contrario, los datos de la encuesta de la Comisión Europea se refieren a una situación futura y deberían pues corresponderse mejor con las variaciones del IPRI con un desfase de tres meses. Sin embargo, en la práctica, los resultados de ambas encuestas muestran una mayor correlación con la tasa de variación interanual contemporánea del IPRI, independientemente de las preguntas formuladas en los cuestionarios.

En general, tanto si se recurre a un examen gráfico como si se realiza un análisis de regresión, para que los datos cuantitativos inferidos de las encuestas de opinión sean fiables, debe disponerse de series relativamente largas, lo que constituye actualmente un problema para algunas encuestas cuyos datos históricos se remontan sólo a la segunda mitad de los años noventa. Así pues, la prudencia es de rigor, toda vez que se necesitan más observaciones para cimentar la confianza en las estimaciones cuantitativas basadas en encuestas cualitativas.

Gráfico 3: Precios industriales, intenciones de precios de venta e índice de precios de los consumos intermedios de la encuesta a los directores de compras del sector manufacturero

(tasa de variación interanual, escala izquierda; saldo neto e índice de difusión, escala derecha)



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

Nota: El índice de precios de los consumos intermedios de la encuesta a los directores de compras figura como desviación respecto al umbral de 50.

EJEMPLOS DE UTILIZACIÓN DE LOS DATOS DE LAS ENCUESTAS COMO INFORMACIÓN SOBRE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

Además de permitir efectuar una valoración cuantitativa de la evolución de la actividad y de los precios, las respuestas a las preguntas incluidas en las encuestas a los directores de compras y en las de la Comisión Europea

Recuadro

ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL OBTENIDAS A PARTIR DE LOS DATOS PROCEDENTES DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN

Los analistas económicos obtienen, por lo general, las estimaciones de crecimiento del PIB real de la zona del euro en el trimestre en curso, o previsiones actuales (*nowcasts*), de los datos cualitativos de las encuestas, antes de la publicación de las estadísticas oficiales. En este recuadro se describen brevemente los métodos seguidos y se destacan las ventajas que presentan estas herramientas, señalando, sin embargo, la necesidad de interpretar los resultados con cautela.

La utilización de datos de encuestas de opinión para obtener estimaciones de crecimiento del PIB real ofrece varias ventajas. En primer lugar, como se explica a continuación, existen instrumentos simples

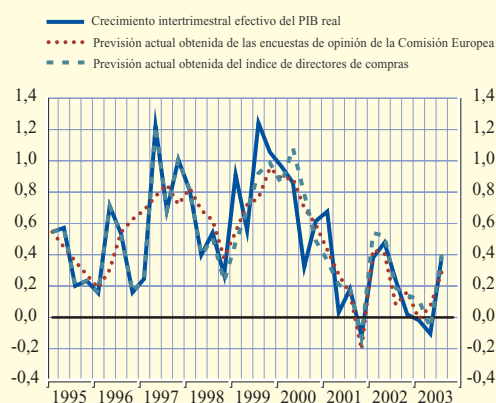
que permiten traducir los datos cualitativos de las encuestas en estimaciones cuantitativas de crecimiento del PIB real. En segundo lugar, dada la publicación puntual de los datos de las encuestas de opinión, las estimaciones de crecimiento del PIB basadas en dichas encuestas proporcionan información sobre la evolución del crecimiento del PIB real en el trimestre en curso, es decir, para el trimestre siguiente a las últimas estadísticas de cuentas nacionales publicadas¹. En tercer lugar, puede realizarse un seguimiento mensual de la evolución de las estimaciones, a medida que se vaya disponiendo de nuevos datos de encuestas. Por último, el examen de los datos de las encuestas de opinión que se llevan a cabo en distintos sectores industriales facilita información sobre la contribución de cada sector a la actividad total, lo que puede ser útil para el análisis de la evolución económica actual.

Puede efectuarse un análisis de regresión para estimar la relación entre los indicadores de las encuestas y la actividad real, y utilizar esta relación para predecir la variación efectiva de la actividad a partir de los resultados observados de las encuestas. Por ejemplo, pueden obtenerse estimaciones de crecimiento del PIB real, combinando la información procedente de las encuestas de opinión realizadas en el sector manufacturero y en el sector servicios. Las estimaciones de crecimiento del PIB en el trimestre en curso se infieren simplemente de la relación estimada. La fiabilidad de las previsiones actuales obtenidas depende, entre otras cosas, del número de observaciones sobre las que se basa la relación. Cuanto más larga sea la serie de la encuesta, más fiables tenderán a ser las estimaciones. Las series temporales de datos de algunas encuestas, como la realizada entre los directores de compras y, en menor medida, la que lleva a cabo la Comisión Europea en el sector servicios, son relativamente cortas, por lo que la interpretación de las previsiones actuales de crecimiento del PIB requiere cierta prudencia.

El gráfico muestra los resultados de estas regresiones correspondientes a la combinación, por un lado, de las encuestas de confianza industrial y en los servicios realizadas por la Comisión Europea y, por otro, de las encuestas a los directores de compras de los sectores manufacturero y de servicios. Como puede verse, en promedio, los datos de las encuestas permiten estimar de una manera bastante satisfactoria el crecimiento del PIB real de la zona del euro. En la muestra para la que se dispone de datos de las encuestas a los directores de compras de la zona del euro (es decir, a partir del tercer trimestre de 1998), el error medio de las dos series de previsiones actuales recogidas en el gráfico ha sido de 0,15 puntos porcentuales, en términos absolutos. Sin embargo, en determinados trimestres, pueden observarse errores relativamente importantes en las previsiones actuales de crecimiento del PIB derivadas de datos de encuestas de opinión. Para las estimaciones que figuran a continuación, el mayor error registrado desde el tercer trimestre de 1998 ha sido de 0,5 puntos porcentuales.

Previsiones actuales de crecimiento del PIB real de la zona del euro obtenidas de las encuestas de opinión de la Comisión Europea y del índice de directores de compras

(tasa de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



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

Estos ejemplos ilustran el hecho de que, aún siendo útiles, las previsiones actuales de crecimiento del PIB real inferidas de los datos de las encuestas de opinión han de interpretarse con precaución. La experiencia

¹ Eurostat publica un avance del crecimiento del PIB real de la zona del euro 45 a 48 días después del fin del período de referencia.

enseña que, en ocasiones, estas previsiones pueden no reflejar la evolución efectiva del crecimiento del PIB real. Por lo tanto, es necesario contrastar estas estimaciones con las obtenidas con otros instrumentos de análisis de la evolución de la actividad que utilizan otros indicadores sintéticos de la actividad, como el indicador de la OCDE, el indicador EuroCOIN e indicadores basados en una amplia gama de datos económicos y de los mercados financieros que guardan una relación estrecha con la evolución económica.

ofrecen indicaciones útiles sobre los factores determinantes de la evolución económica. Esta información es importante para analizar la magnitud y la duración de las perturbaciones que afectan a la economía de la zona del euro. A modo de ilustración se examina la evolución económica reciente, a la luz de algunos ejemplos de utilización de los datos de las encuestas para detectar los factores determinantes de la evolución económica.

Así, hacia finales del 2002 y principios del 2003, el sector manufacturero señaló una reducción de las carteras de pedidos exteriores, lo que significaba que las fuentes de demanda exterior estaban menguando. Esta evolución contribuyó a acentuar la debilidad de la actividad manufacturera en el primer semestre del 2003 (véase gráfico 4). La disminución de los pedidos exteriores fue reflejo de cierta desaceleración de la demanda exterior, pero también de la incidencia de la apreciación del euro sobre la competitividad de la zona del euro en términos de precios, y del efecto negativo que las tensiones geopolíticas y, en particular, la inminencia del conflicto en Iraq tuvieron sobre el comercio. Sin embargo, cabe observar que los pedidos exteriores que figuran en las encuestas no recogen sólo la evolución del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro, sino también el comercio entre los países de la zona. Por lo tanto, desde la perspectiva de la zona del euro, para mejorar las encuestas de la Comisión Europea, sería deseable separar los pedidos exteriores de fuera de la zona del total. En todo caso, el gráfico 4 evidencia el vínculo relativamente estrecho existente entre los pedidos exteriores y las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro.

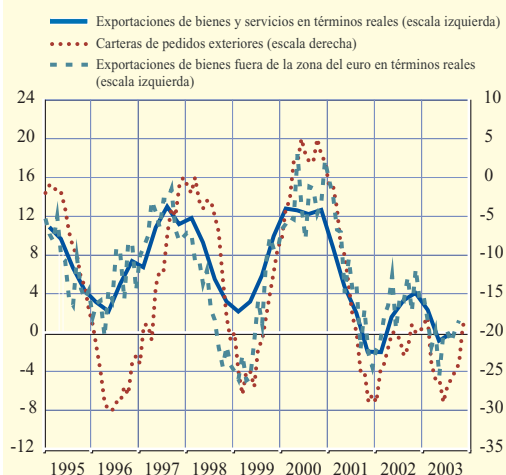
Aunque los datos de las encuestas de opinión tengan una escasa correlación con sus respectivas series de referencia, no dejan de facilitar infor-

maciones o indicaciones útiles para la valoración de la evolución macroeconómica a corto plazo. Ejemplo de ello es la relación entre la inflación percibida y la real. Cualquier divergencia entre estas dos variables requiere un atento análisis, dado que podría influir en otras variables macroeconómicas. Si las tasas de inflación se perciben como más altas de lo que son en realidad, una de las consecuencias será que la evolución real de los salarios y, por ende, el poder adquisitivo, serán infravalorados por los consumidores, lo que podría dar lugar a mayores demandas salariales o tener consecuencias negativas para el consumo.

El ejemplo más destacado de esta situación es la divergencia entre la inflación percibida y la real que empezó a manifestarse a comienzos del 2002, cuando la encuesta de la Comisión Europea sobre la opinión de los consumidores mostró que los hogares de la zona del euro tenían la percepción de un aumento

Gráfico 4: Crecimiento de las exportaciones y pedidos exteriores

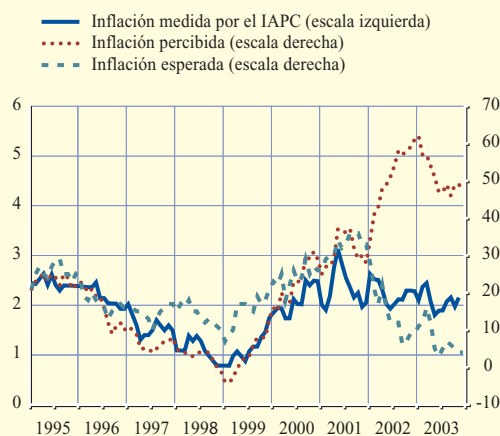
(tasa de variación interanual, escala izquierda; saldo neto, escala derecha)



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

Gráfico 5: Inflación observada, percibida y esperada

(tasa de variación interanual, escala izquierda; saldo neto, escala derecha)



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

de los precios mucho mayor de lo que registraban las estadísticas oficiales como el IAPC (véase gráfico 5). La explicación más plausible de esta divergencia es que, al responder al cuestionario de la encuesta, los consumidores atribuyeron una importancia considerable a la evolución de los precios de los bienes y servicios que adquieren con mayor frecuencia. En efecto, varias de estas rúbricas experimentaron fuertes incrementos de precios en aquel momento. Por ejemplo, los precios de algunos servicios, como los de hostelería, peluquería y tintorería, subieron de forma acusada durante el primer semestre del 2002, como consecuencia, en parte, de la introducción de los billetes y monedas en euros (para un análisis más detallado de este tema, véase el recuadro titulado “Efectos de la introducción de los billetes y monedas en euros sobre los precios de consumo” en el Informe Anual del 2002 del BCE).

La encuesta de la Comisión Europea sobre la opinión de los consumidores incluye también una pregunta sobre sus expectativas de inflación. Puede obtenerse información adicional de utilidad para los bancos centrales a partir de las expectativas de inflación procedentes de las encuestas. Dos ejemplos ponen de relieve

la importancia crucial de disponer de medidas fiables de la inflación esperada. En primer lugar, si las medidas de la inflación esperada ofrecen una predicción útil o no sesgada de la inflación futura, pueden ser una variable fundamental para un análisis de la evolución futura de los precios. En segundo lugar, unas expectativas de inflación más elevadas pueden impulsar unas mayores demandas salariales y un aumento de la inflación provocado por los costes. En una situación en la que se espera una elevación de la inflación medida por el índice general de precios, las empresas pueden estar más dispuestas a pagar salarios más altos, al considerar que pueden trasladar más fácilmente cualquier incremento de los costes a los precios de venta. Es interesante observar que las expectativas de inflación disminuyeron en el transcurso del 2002, en contraste con la evolución de la inflación percibida, que aumentó, lo que sugiere que las subidas de precios que acrecentaron las percepciones de los consumidores a comienzos del 2002 fueron consideradas como un fenómeno de carácter transitorio. Además de la divergencia entre la inflación percibida y la real, el período comprendido entre finales del 2001 y comienzos del 2002 se caracterizó por una marcada debilidad del gasto de consumo, reflejo de la profunda incertidumbre de los hogares suscitada por los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 y, posteriormente, por la inquietud ante la conversión de los precios al euro. En este caso también, los datos de las encuestas resultaron ser muy útiles para identificar los factores determinantes del comportamiento de los consumidores.

Los atentados del 11 de septiembre perpetrados en Nueva York hicieron mella en la confianza a finales del 2001. El gráfico 6 ilustra el hecho de que, tras estos acontecimientos, los hogares anticiparon un rápido deterioro de las condiciones del mercado de trabajo, lo que pudo haberlos inducido a incrementar sus ahorros cautelares y reducir sus gastos. Sin embargo, a principios del 2002, quedó claro que las consecuencias económicas del 11 de septiembre serían limitadas, al volver a apreciarse señales de recuperación económica mundial. Así pues, los hogares recobraron el optimismo respecto a la evolución futura del mercado de trabajo.

Pese a las mejores perspectivas económicas, la incertidumbre de los hogares no disminuyó a comienzos del 2002, ya que la introducción del euro suscitó inquietud y cierto grado de aprensión. En primer lugar, la percepción errónea del impacto del cambio de moneda sobre los precios de consumo llevó a los hogares a infravalorar de forma significativa la evolución de su poder adquisitivo durante ese período. En segundo lugar, la introducción de los billetes y monedas en euros pudo haber ocasionado ciertos retrasos en el consumo de bienes duraderos, como revelaron las encuestas sobre la opinión de los consumidores, en las que se observó un notable descenso de la disposición a efectuar adquisiciones importantes en el primer trimestre del 2002. Más adelante en el mismo año, la remisión parcial de estas perturbaciones transitorias pudo haber contribuido a incrementar el gasto de consumo, mientras que las condiciones del mercado de trabajo se deterioraban y las tenencias de acciones acusaban las fuertes caídas registradas en las cotizaciones bursátiles.

Este episodio ilustra la importancia de realizar un estrecho seguimiento de la información recogida en las encuestas de opinión para el análisis regular de la evolución económica. Además de utilizar para dicho seguimiento, los datos de las encuestas pueden ser efectivamente muy útiles cuando la

economía se vea afectada por circunstancias especiales. En este contexto, las encuestas de opinión pueden ayudar a identificar las perturbaciones y a valorar sus consecuencias para la evolución económica general.

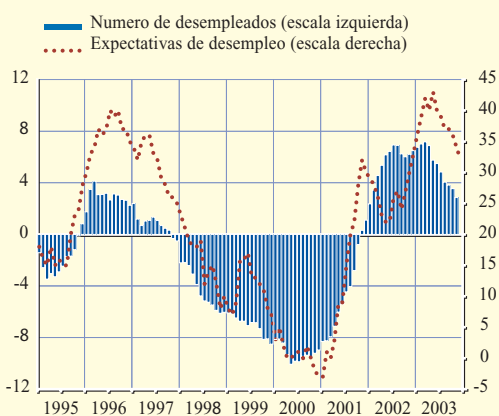
5 CONCLUSIONES

Las encuestas de opinión proporcionan información útil y puntual sobre las percepciones y las expectativas de los encuestados acerca de la situación económica. Además de valoraciones cualitativas, algunas encuestas incluyen también datos cuantitativos (por ejemplo, el grado de utilización de la capacidad productiva). Aunque emplean un marco estadístico similar (en cuanto a las preguntas y a los sectores encuestados), las encuestas a los directores de compras y las de la Comisión Europea presentan diferencias. Por este motivo, deberían utilizarse ambos conjuntos de datos a efectos de análisis. Por ejemplo, la encuesta a los directores de compras tiene principalmente por objeto medir la situación actual, mientras que las encuestas de la Comisión Europea facilitan una valoración de la evolución pasada y estimaciones de la evolución futura, además de ofrecer el conjunto más amplio de datos de todas las encuestas de opinión de la zona del euro, que incluye la opinión de los consumidores y la desagregación de los resultados de la zona por ramas de actividad (en la industria).

Estas encuestas constituyen un elemento importante para el análisis periódico de la evolución económica presente. En primer lugar, proporcionan información que puede utilizarse directamente para inferir la evolución de la actividad general, del mercado de trabajo y de los precios. Los índices sintéticos de la actividad general obtenidos de las encuestas a los directores de compras o de las de la Comisión Europea permiten inferir con fiabilidad el ritmo de actividad de la zona del euro y su dirección, con antelación respecto a la publicación de las cifras trimestrales del PIB. En términos de cobertura sectorial, parece existir en la industria una correlación particularmente elevada entre los resultados de las encuestas y las estadísticas oficiales. También son útiles

Gráfico 6: Desempleo y expectativas de desempleo de los consumidores

(tasa de variación interanual, escala izquierda; saldo neto, escala derecha)



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

para el análisis de coyuntura los datos de las encuestas relativos a la evolución de los precios en la industria, a la hora de evaluar las presiones subyacentes sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción. Por otro lado, si las encuestas de opinión reflejan una evolución relativamente normal en este sector, puede que, a veces, sea posible identificar más rápidamente los puntos de giro en la actividad industrial sobre la base de las indicaciones de las encuestas que a partir de las estadísticas de producción manufacturera, que muestran una mayor volatilidad. En otros sectores de la economía, el vínculo entre la valoración de los encuestados y la evolución real de la producción es más tenue. Ello requiere una interpretación prudente de las encuestas de opinión, especialmente en el sector servicios

Otra ventaja que presentan las encuestas reside en la naturaleza de la información recopilada, ya que contribuye a explicar los factores determinantes de la evolución coyuntural observada. A este respecto, cabe resaltar dos aspectos. En primer lugar, algunos conceptos sobre los que vierten las preguntas de las encuestas no dan lugar a observaciones y facilitan una información útil para complementar las estadísticas oficiales. Este es el caso, en particular, de la utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero, que brinda información adicional sobre los factores que conforman la evolución del sector. En segundo lugar, las encuestas aportan una información clave para la toma de decisiones económicas. En este sentido, unas divergencias significativas entre la evolución real y la percibida, como la observada en los precios de consumo tras la introducción de los billetes y monedas en euros al comienzo del 2002, pueden ser reflejo de influencias significativas sobre la

evolución económica general, por lo que deben ser objeto de un estrecho seguimiento.

Sin embargo, existen ciertas limitaciones al uso de la información procedente de las encuestas de opinión. En primer lugar, normalmente, estas encuestas sólo recogen valoraciones cualitativas, aunque éstas se interpretan a menudo en términos cuantitativos. La información cualitativa varía, a veces, por razones difíciles de asociar a acontecimientos concretos o de menor relevancia para el análisis económico. Por ello, los resultados de las encuestas han de interpretarse con cautela. En segundo lugar, algunas encuestas, como las realizadas entre los directores de compras, se llevan a cabo con una muestra reducida y un escaso grado de detalle; otras, como las del sector servicios, presentan una cobertura incompleta. En tercer lugar, algunos de los datos de las encuestas sólo están disponibles desde hace pocos años, lo que menoscaba su utilidad para un análisis de coyuntura fiable.

En resumen, los datos de las encuestas de opinión no pueden sustituir a las estadísticas oficiales, sino más bien complementarlas en términos de puntualidad. Teniendo en cuenta las limitaciones mencionadas anteriormente y el margen potencial para nuevas mejoras, se puede afirmar que esta información representa una importante aportación al análisis de la evolución macroeconómica de la zona del euro. Los datos procedentes de las encuestas de opinión deberían utilizarse en el contexto del análisis económico más general que se lleva a cabo en el marco de la estrategia de política monetaria del BCE y que se basa en toda la información disponible a la hora de evaluar la evolución económica actual y futura y los riesgos que ésta plantea para la estabilidad de precios.

MEDICIÓN Y ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EN LA ZONA DEL EURO

La evolución de los beneficios resulta de interés general para el análisis macroeconómico y, en particular, desempeña una importante función en el análisis de la inversión, del crecimiento y de los precios. No obstante, es necesario tener en cuenta que la medición de los beneficios a nivel macroeconómico está sujeta a una elevada incertidumbre y que también puede plantear problemas de medida asociados a otras variables económicas. Por ello, es aconsejable considerar diversos indicadores de beneficios de distintas fuentes y actuar con cautela a la hora de extraer inferencias.

Estas matizaciones son especialmente relevantes al analizar la evolución de los beneficios durante un período de tiempo más prolongado o en los distintos países, y, teniéndolas presentes, la conclusión general a la que se llega al considerar los diversos indicadores de beneficios de la zona del euro parece apuntar a que, tras una situación, en general, desfavorable para los beneficios en los años setenta, la rentabilidad de la zona del euro se recuperó gradualmente durante las décadas de los ochenta y de los noventa. Esta conclusión general es válida con independencia de si se considera la denominada participación de los beneficios (es decir, el excedente bruto de explotación en porcentaje del producto interior bruto) o la rentabilidad neta del capital (esto es, el excedente bruto de explotación menos la depreciación del capital en porcentaje del capital neto total). Aunque resulta muy difícil realizar comparaciones a nivel internacional, la evidencia disponible indicaría que la rentabilidad de la zona del euro ha permanecido por debajo de la de los Estados Unidos.

Por lo que se refiere a la evolución de los beneficios desde 1999, la economía de la zona del euro ha sufrido el impacto de varias perturbaciones, como un fuerte aumento de los precios del petróleo y fluctuaciones de los tipos de cambio, así como una ralentización de la actividad económica, que han afectado a la evolución de los beneficios de la zona, ya que, en el corto plazo, éstos tienden a actuar de amortiguador frente a fluctuaciones pronunciadas en los precios exteriores y en los costes laborales unitarios, si bien el impacto de aquellas ha sido diferente en los distintos sectores de la actividad económica.

De cara al futuro, es importante que en la zona del euro se alcance una rentabilidad adecuada con el fin de estimular la inversión productiva y sostener el crecimiento económico. Son necesarias reformas continuas de los mercados de trabajo y de productos para garantizar una asignación de recursos y unos mecanismos de fijación de precios eficientes en un entorno competitivo. Asimismo, este proceso debe sustentarse en una moderación salarial constante.

I INTRODUCCIÓN

Los beneficios resultan de interés para el análisis macroeconómico por una serie de razones. En particular, junto con los salarios, son un determinante fundamental de las presiones sobre los precios internos. En el corto plazo, los beneficios tienden a actuar de amortiguador frente a las perturbaciones externas y a las variaciones cíclicas de los costes laborales unitarios. A un plazo más largo, su dinámica influye en la evolución de los precios y también tiene un destacado papel en el comportamiento de las empresas, sobre todo en lo que respecta a las decisiones de inversión y de em-

pleo. De este modo, el análisis de los beneficios constituye una parte importante de cualquier análisis económico general y desempeña, asimismo, una función en el contexto del análisis económico realizado en el marco de la estrategia de política monetaria del BCE.

En la zona del euro, el análisis de la evolución de los beneficios resulta especialmente complicado. Aunque, como se señala más adelante, los datos de contabilidad nacional son especialmente útiles porque el Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) es un marco estadístico armonizado adoptado por todos los países de la UE, el grado de detalle de

dichos datos continúa siendo limitado. Por lo que respecta a la información sobre beneficios procedente de otras fuentes, como las cuentas de resultados de las empresas o los datos fiscales, el análisis de los beneficios en la zona del euro se ve dificultado por las diferencias existentes en las prácticas nacionales.

En la sección 2 de este artículo figura una introducción a los conceptos y a las medidas de los beneficios alternativos. La utilidad de las diversas medidas depende, en gran parte, del aspecto concreto que se esté considerando, por ejemplo, si está relacionado con la inversión o con la dinámica de los salarios y los precios. También se consideran fuentes alternativas de información sobre los beneficios en la zona del euro, entre las que se incluyen datos de contabilidad nacional y datos contables de las empresas. En la sección 3 se presenta un análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro desde 1960 hasta 2003. Con todo, las comparaciones a más largo plazo deben interpretarse con cautela por las dificultades que se plantean en la medición de los datos, al igual que las comparaciones internacionales. Por último, en la sección 4 se recogen algunas conclusiones.

2 CONCEPTOS Y APLICACIONES DE LOS DATOS SOBRE BENEFICIOS

La medición de los beneficios y de la rentabilidad está rodeada de considerable incertidumbre. En general, los beneficios se calculan de forma residual y, en consecuencia, pueden verse distorsionados por las dificultades que surgen en la medición de otras variables económicas. Además, las medidas absolutas de los beneficios no son especialmente informativas por sí mismas, dado que simplemente reflejan el tamaño de la economía, de la rama de actividad o de la empresa. Al relacionar los beneficios con medidas de los insumos o del producto, se pueden construir medidas de la rentabilidad que proporcionen información más útil para el análisis económico. Así, por ejemplo, con frecuencia, las medidas de la rentabilidad se calculan asociando los beneficios a una medida del producto o a una medida del factor capital. No obstante, en este último caso, las dificultades de

medición de los beneficios pueden verse acrecentadas por los problemas que se plantean al medir el *stock* de capital. Así, los beneficios pueden considerarse de diversas maneras, y el enfoque elegido dependerá del aspecto que se esté tratando de analizar. Por lo tanto, teniendo en cuenta esto y las matizaciones relacionadas con los datos, es aconsejable considerar diversos indicadores de beneficios de distintas fuentes, y actuar con cautela al extraer inferencias.

Antes de presentar distintos indicadores de la evolución de los beneficios puede resultar útil analizar brevemente las ventajas y desventajas relativas de las dos fuentes principales de datos sobre beneficios para el análisis económico de la zona del euro, que son los datos de contabilidad nacional y los de las cuentas de resultados de las empresas (véase el anexo para conocer más detalles).

Las cifras de contabilidad nacional constituyen la principal fuente de información de este artículo por varios motivos, principalmente porque estos datos son relativamente homogéneos en los distintos países y en el tiempo. El SEC 95 es un marco estadístico armonizado adoptado por todos los países de la UE cuyos datos están disponibles con periodicidad trimestral desde 1991 para la zona del euro. Además, a diferencia de las cuentas de resultados de las empresas, si se modifica la normativa contable nacional, también se suelen facilitar series históricas homogéneas de contabilidad nacional. Por último, la contabilidad nacional cubre toda la economía. No obstante, plantea limitaciones para el análisis macroeconómico. Por ejemplo, el término que se suele utilizar para referirse al beneficio en el marco de la contabilidad nacional cubre una amplia gama de flujos de renta, incluidos pagos de intereses e impuestos sobre beneficios (esto es, el concepto empresarial equivalente al resultado bruto de explotación).

En cambio, las empresas y los inversores se suelen centrar en los beneficios o pérdidas netos, es decir, una vez deducidos pagos de intereses e impuestos. Por ello, las medidas de beneficios facilitadas por fuentes empresariales pueden diferir debido a los distintos enfoques y tratamientos contables.

Aunque en este artículo se considera una medida de los beneficios y de la rentabilidad obtenida a partir de los datos de las cuentas de resultados de las empresas, se concede limitada importancia a la información procedente de dichas cuentas. Las normas y prácticas contables no están tan armonizadas como las estadísticas de contabilidad nacional, y la comparabilidad de los datos de estadísticas tributarias puede resultar distorsionada por las diferentes normativas fiscales de los distintos países. Entre las principales prácticas contables que difieren entre países se encuentran el tratamiento de partidas extraordinarias, el ajuste del valor de los activos y la capitalización de intereses¹. No obstante, las medidas de los beneficios y de la rentabilidad de las empresas pueden resultar interesantes al analizar su comportamiento.

En el contexto de la contabilidad nacional, el excedente bruto de explotación (y la renta mixta) —la medida de los beneficios en la contabilidad nacional— se calcula como el PIB menos la remuneración de asalariados y menos impuestos (deducidas las subvenciones) sobre la producción. Por consiguiente, esta medida combina el excedente bruto de explotación (la renta del factor empresarial de producción) y la renta mixta bruta (que incluye la renta empresarial de las empresas individuales sin personalidad jurídica propia incluidas en el sector hogares y la remuneración del trabajo de los propietarios y los trabajadores de dichas empresas). También cabe observar que el excedente bruto de explotación (y la renta mixta) incluye el impuesto de sociedades (que se considera un flujo de renta secundaria) o los pagos de intereses, lo que puede tener implicaciones para el análisis económico. El excedente de explotación (y la renta mixta) también puede definirse sobre una base neta (de depreciación). Sin embargo, aunque, económicamente, este concepto podría ser más significativo, su cálculo plantea dificultades añadidas de medición, sobre todo en lo que respecta a la tasa de depreciación en los distintos países, en las diferentes ramas de actividad y en el tiempo.

En la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas, el resultado bruto de explotación puede definirse, básicamente, como el margen ordinario total menos salarios y otros costes de explotación.

Utilizando esta medida básica se pueden calcular otros indicadores de beneficios, incluido el margen neto de explotación, por ejemplo, que tiene en cuenta la depreciación. Otras medidas de los beneficios pueden calcularse teniendo en consideración los pagos de intereses e impuestos.

Como se ha indicado anteriormente, las medidas absolutas de beneficios pueden combinarse con medidas de los insumos o del producto con el fin de construir medidas de la rentabilidad útiles para el análisis económico. Una primera medida es la denominada participación de los beneficios, que se calcula como la ratio del excedente bruto de explotación (y de la renta mixta) en relación con el PIB. Esta medida resulta interesante para el análisis macroeconómico, dado que las fluctuaciones de la participación de los beneficios están determinadas, fundamentalmente, por la dinámica relativa del excedente bruto de explotación y de los costes laborales. Así, por ejemplo, estudios recientes han utilizado la participación de los salarios, calculada como la ratio entre la remuneración de los asalariados y el PIB, y de los beneficios para aproximar los costes marginales reales y analizar la dinámica inflacionista.

Un concepto estrechamente vinculado a la participación de los beneficios es el indicador de márgenes (sobre los costes laborales unitarios). Generalmente, la variación del indicador de márgenes se calcula como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del valor añadido bruto y la de los costes laborales unitarios. Cabe observar que se trata de una mera aproximación, ya que no tiene en cuenta el impuesto de sociedades y los pagos de intereses. También efectúa supuestos implícitos sobre la evolución de otros impuestos (menos las subvenciones a la producción). La utilización de la variación del indicador de márgenes, frente al nivel absoluto del indicador de márgenes, presenta una serie de ventajas. En primer lugar, dado que se calcula en términos de tasas de variación, no está sujeto a las matizaciones expuestas anteriormente en cuanto

¹ Para un análisis más detallado de los principales problemas de contabilidad en las comparaciones internacionales de rentabilidad, véase, por ejemplo, "BACH: Guide for the database users", vol. 1, Comisión Europea, 2001.

a la interpretación del nivel preciso de los distintos indicadores de beneficios. En segundo lugar, la tasa de variación del indicador de márgenes tiene asimismo una interpretación económica interesante, ya que permite la descomposición de las variaciones de los precios en evolución de los costes laborales y del indicador de márgenes.

Otra medida que puede ser de interés para las empresas y los inversores es la rentabilidad del capital, que puede definirse como el excedente neto de explotación (y la renta mixta) dividido por el *stock* de capital total. No obstante, el cálculo del *stock* de capital es una medición complicada que puede ser sensible a factores como los supuestos sobre la vida útil de los activos y las tasas de depreciación, y el tratamiento de la inversión en activos inmateriales.

Otro indicador de beneficios es el indicador del margen bruto de explotación unitario, o los beneficios en relación con el producto total, esto es, incluidos los consumos intermedios. Considerar el indicador del margen bruto de explotación unitario en lugar del indicador de márgenes

puede aportar información (sobre todo a nivel de sectores de actividad) sobre la participación de los beneficios en el producto total y sobre la importancia relativa de los insumos intermedios. Por ejemplo, si la participación de los beneficios en el producto total es relativamente reducida, o si los precios de los insumos son relativamente volátiles, los márgenes podrían ser más sensibles a las fluctuaciones en los costes de los insumos o en el producto. No obstante, las comparaciones entre las distintas ramas de actividad o en el tiempo son complicadas, dado que la manera en que esté organizada una rama de actividad (por ejemplo, el grado de integración vertical) afecta a la ratio entre los consumos intermedios y el producto total, y podría ocultar fluctuaciones genuinas de la rentabilidad. Además, en la actualidad, los datos de contabilidad nacional sobre el producto bruto y los consumos intermedios en la zona del euro sólo se facilitan con un retraso considerable.

En el cuadro se resumen indicadores alternativos de la evolución de los beneficios extraídos de la contabilidad nacional, así como el uso analítico que se les puede dar a los mismos.

Beneficio y rentabilidad: conceptos y usos

Concepto	Definición	Comentario
Excedente bruto de explotación (y renta mixta)	PIB menos remuneración de los asalariados menos impuestos (deducidas las subvenciones) sobre la producción	Concepto de contabilidad nacional equivalente al resultado bruto de explotación. Variable proxy para medir los beneficios. Indicador de las fuentes internas de financiación disponibles para la inversión
Indicador de participación de los beneficios	Ratio del excedente bruto de explotación (y de la renta mixta) en relación con el PIB	Variable proxy para analizar la dinámica relativa de salarios y precios
Indicador de márgenes	Ratio del deflactor del valor añadido bruto en relación con los costes laborales unitarios	Variable proxy para analizar el comportamiento en cuanto a la fijación de precios
Indicador del margen bruto de explotación unitario	Ratio del excedente bruto de explotación (y de la renta mixta) en relación con el producto total (es decir, incluido el consumo intermedio)	Medida que facilita el análisis del comportamiento a lo largo de la cadena de fijación de precios
Indicador de rentabilidad del capital	Ratio del excedente neto de explotación (y de la renta mixta) en relación con el <i>stock</i> de capital neto	Medida utilizada por las empresas como guía en la adopción de decisiones de inversión. También puede influir en la determinación de los flujos internacionales de capital

3 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS Y DE LA RENTABILIDAD EN LA ZONA DEL EURO

En esta sección se considera la evolución de los beneficios en la zona del euro en el período comprendido entre 1960 y 2003, utilizando distintos indicadores de rentabilidad obtenidos de diversas fuentes. No obstante, es necesario recordar que la comparación de la evolución de los beneficios en un período dilatado resulta dificultoso debido a las limitaciones de los datos. En particular, los datos del SEC 95 para la zona del euro sólo están disponibles a partir de 1991. En esta sección se analiza, en primer lugar, la evolución de los beneficios a más largo plazo, y a continuación su comportamiento más reciente. La ventaja de este enfoque es que puede ayudar a distinguir si la evolución más reciente de los beneficios obedece a un proceso de ajuste a largo plazo o más bien a factores cíclicos a corto plazo o a variaciones de los costes.

EVOLUCIÓN DEL INDICADOR DE PARTICIPACIÓN DE LOS BENEFICIOS

Como se ha subrayado anteriormente, una forma de estudiar la evolución de los beneficios en el con-

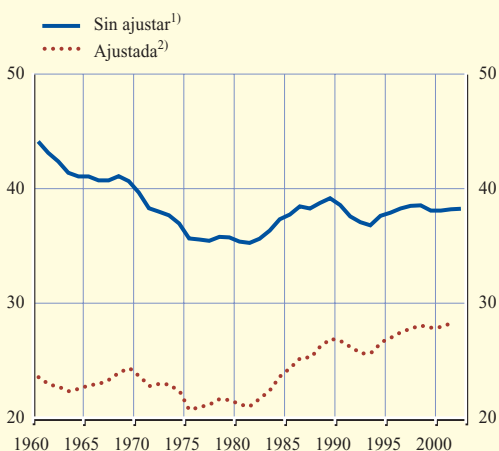
junto de la economía es analizar la participación salarial y la participación de los beneficios. En la base de datos AMECO de la Comisión Europea se facilitan datos anuales desde 1960². En el gráfico 1 se presentan dos medidas diferentes de la participación de los beneficios de la zona del euro. Las dos medidas difieren en el tratamiento de la renta del trabajo imputada de los trabajadores autónomos (esto es, parte de la renta mixta bruta). La primera es una medida “sin ajustar”, que incluye todas las rentas de los trabajadores autónomos como parte de los “beneficios”. La segunda medida está ajustada de la renta del trabajo imputada de los trabajadores autónomos. Esta medida se calcula partiendo de que la renta del trabajo por trabajador autónomo es igual a la remuneración por asalariado (véase el anexo para conocer más detalles). Huelga decir que se trata de una mera aproximación³. Aunque ambas medidas muestran una pauta bastante similar, el nivel absoluto varía.

Desde 1960, la participación de los beneficios de la zona del euro, sin ajustar de la renta del trabajo imputada de los trabajadores autónomos, ha variado entre, aproximadamente, el 35% y el 45% del PIB total (véase gráfico 1). Desde un nivel superior al 40% a principios de la década de los sesenta, dicha participación disminuyó en el período comprendido entre 1969 y 1975 en la zona del euro en su conjunto hasta alrededor del 35%. Los factores que, en general, se asociaron a esta evolución, y que se reforzaron mutuamente son los siguientes: la reducción del crecimiento de la productividad desde finales de los años sesenta, la crisis del petróleo de 1973 y las consecuencias de fuertes incrementos de los costes laborales a principios de la década de los setenta.

Desde mediados de la década de los setenta, y sobre todo durante los años ochenta, esta diná-

Gráfico 1: Indicador de la participación de los beneficios en el PIB de la zona del euro

(en porcentaje, datos anuales)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

1) Sin ajustar de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos.

2) Ajustada de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos.

2) Los datos a partir de 1991 se basan en el SEC 95, mientras que los datos para el período anterior se basan en el SEC 79, que está menos armonizado lo que, una vez más, pone de manifiesto la necesidad de interpretar las series largas de datos con cautela.

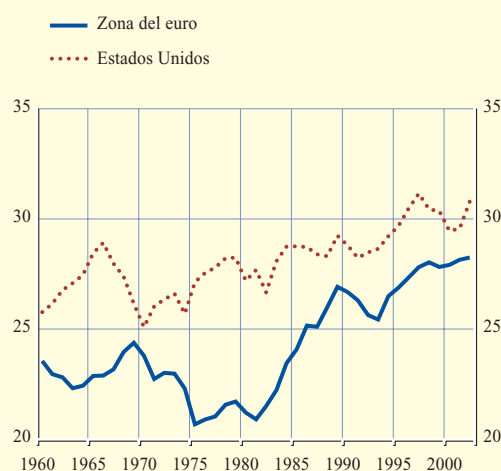
3) Tanto el nivel medio de remuneración por asalariado como la ratio de trabajadores autónomos en el empleo total han variado considerablemente en las distintas ramas de actividad y en el tiempo. Esto subraya la naturaleza rudimentaria de este ajuste.

mica se invirtió parcialmente. La participación de los beneficios aumentó gradualmente, desde aproximadamente el 35% a principios de la década de los ochenta hasta ligeramente por debajo del 40% a finales de los años noventa y principios de la década actual. Con frecuencia, la recuperación de la participación de los beneficios se atribuye a la evolución del mercado de trabajo. En particular, los elevados costes laborales resultantes de los incrementos de los salarios reales a principios de los años setenta suelen interpretarse como desencadenantes de un proceso de sustitución de trabajo por capital, reduciendo con ello la tasa de ocupación. Además se considera que, a su vez, el aumento del desempleo registrado desde principios de los años ochenta en la zona del euro ha puesto de manifiesto la necesidad de restablecer la moderación salarial. Si bien el nivel de la participación de los beneficios ajustada de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos es inferior al nivel de participación de los beneficios sin ajustar, sus perfiles temporales son similares.

En cierta medida, la evolución de la participación de los beneficios de la zona del euro ha sido diferente

Gráfico 2: Indicador de la participación de los beneficios en el PIB de la zona del euro y de Estados Unidos

(en porcentaje, datos anuales)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Ajustada de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos.

de la de Estados Unidos (véase gráfico 2), país en el que la citada participación ha sido menos volátil desde principios de la década de los setenta, observándose una tendencia gradual al alza en las tres últimas décadas. A menudo, esto se asocia a la creciente importancia del sector servicios (que tiende a registrar participaciones de los beneficios más elevadas) o a factores tecnológicos, aunque también podrían influir dificultades relacionadas con los datos, como el ajuste de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos. La participación de los beneficios de la zona del euro, ajustada de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos, permanece ligeramente por debajo de la de Estados Unidos. No obstante, considerando las matizaciones sobre las mediciones mencionadas anteriormente, no se debe conceder demasiada importancia a los niveles específicos de la participación de los beneficios en Estados Unidos y en la zona del euro.

RENTABILIDAD NETA DEL CAPITAL

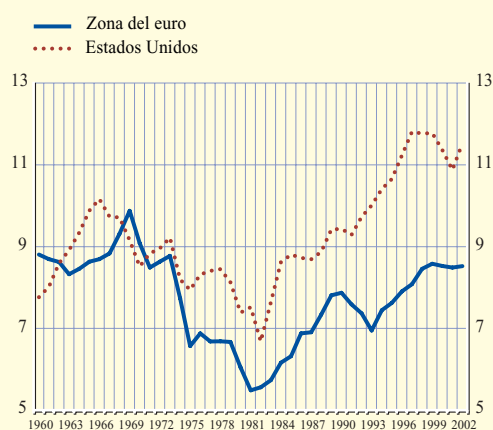
Como ya se ha mencionado, otro indicador de la evolución de los beneficios es la rentabilidad neta del capital. Si se tienen en cuenta las matizaciones relativas a los datos anteriormente citadas, esta medida presenta un perfil prácticamente similar a la medida de la participación de los beneficios en la zona del euro (véase gráfico 3). Así, tras el descenso registrado en la década de los setenta, la rentabilidad neta del capital se recuperó lentamente en los años ochenta y noventa. Además, al igual que sucede con el indicador de la participación de los beneficios, la rentabilidad neta del capital de la zona del euro parece ser inferior a la de Estados Unidos.

INDICADOR DE MÁRGENES

En el gráfico 4 se muestra el indicador de márgenes, que es la diferencia entre la tasa de variación del deflactor del valor añadido bruto y la de los costes laborales unitarios. Estos datos sólo están disponibles, con periodicidad trimestral, a partir de 1991. En general, esta medida muestra una pauta similar al indicador de la participación de los beneficios anteriormente descrito. Durante la mayor parte de la década de los noventa, el

Gráfico 3: Rentabilidad neta del capital en la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje, datos anuales)



Fuentes: Base de datos AMECO de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Ajustada de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos.

indicador de márgenes se recuperó porque la tasa de variación del deflactor se situó por encima de la de los costes laborales unitarios. No obstante, como los datos están disponibles con periodicidad trimestral, es evidente la existencia de un patrón cíclico más acusado, lo que destaca el papel de amortiguador desempeñado por los beneficios frente a las fluctuaciones cíclicas a corto plazo de los costes laborales unitarios.

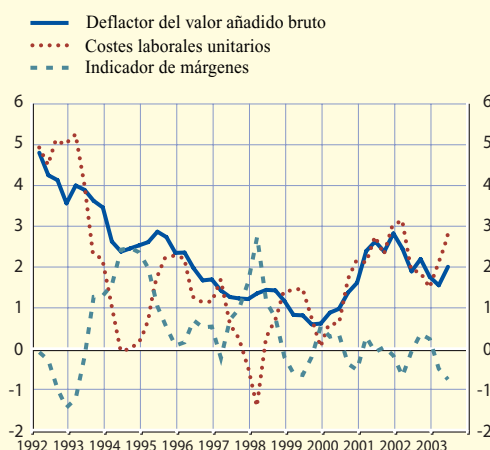
Las fluctuaciones cíclicas de la productividad del trabajo constituyen un determinante fundamental de la dinámica a corto plazo del indicador de márgenes. Por ejemplo, el deterioro observado en el indicador de márgenes en el 2000 y en el 2001 se debió, principalmente, al mayor crecimiento de los costes laborales unitarios provocado por la debilidad cíclica de la actividad económica y de la productividad del trabajo (véase gráfico 5), pero también, en cierta medida, por las mayores presiones de los costes exteriores. Aunque a principios del 2002 se registró cierta recuperación de los indicadores de márgenes, la atonía observada de nuevo en la actividad económica a finales del 2002 y en la primera mitad del 2003 causó cierto deterioro adicional en los indicadores de márgenes.

EVOLUCIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD

La visión del conjunto de la economía presentada hasta ahora oculta la evolución de ramas de actividad específicas. En el recuadro se analizan la evolución de los márgenes por ramas de actividad y la dispersión por países en el período comprendido entre 1991 y 2001, utilizando información de la base de datos STAN de la OCDE. Aunque, como se indica en el gráfico 4, el indicador de márgenes apenas ha experimentado variaciones en lo que respecta a la economía de la zona del euro en su conjunto desde 1999, sí que se produjeron evoluciones divergentes en las distintas ramas de actividad. El aumento de los precios del petróleo y la depreciación del euro registrados en 1999 y 2000 tuvieron un impacto negativo en los productores de la zona del euro para el mercado interior, debido a los mayores costes de los insumos. Este efecto adverso en los exportadores se vio compensado, en gran parte, por el impacto positivo de los tipos de cambio en los precios de venta. Sin embargo, la apreciación del euro registrada a partir del 2002 ha supuesto que el citado impacto positivo en los precios de venta haya perjudicado a los exportadores. En cambio, dado que el impacto de las fluctuaciones de los precios del petróleo y de los tipos de cambio disminuyó en 1999 y 2000, la evolución de los costes de los insumos para los

Gráfico 4: Deflactor del valor añadido bruto, costes laborales unitarios e indicador de márgenes

(tasas de variación interanuales, datos trimestrales)



Fuentes: Base de datos del SEC 95 de Eurostat, y cálculos del BCE.

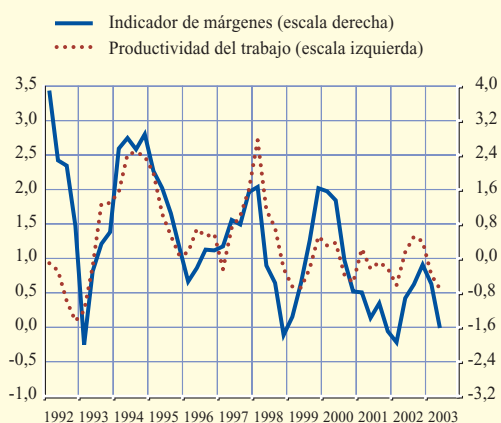
productores no exportadores ha sido más favorable desde el 2002. De igual modo, considerando a los productores de bienes y a los proveedores de servicios, el efecto de las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los costes intermedios ha sido más fuerte en los primeros, dada la mayor participación de los insumos intermedios en la producción de bienes que, en general, en la prestación de servicios. Por otra parte, considerando la mayor participación del trabajo en los servicios, las oscilaciones de los costes laborales son un determinante aún más importante de la evolución de los precios de este sector. A este respecto, el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido acusado en los tres últimos años, debido, principalmente, a un crecimiento moderado de la productividad del trabajo como consecuencia de la ralentización de la actividad económica.

BENEFICIOS EMPRESARIALES

Aunque la contabilidad nacional constituye la principal fuente de datos de este artículo, resulta útil comparar la medida del excedente bruto de explotación obtenida de la contabilidad nacional con un indicador sintético de los beneficios empresariales, calculado a partir de información sobre cotizaciones bursátiles y la relación precio-

Gráfico 5: Indicador de márgenes y productividad del trabajo

(tasas de variación interanuales, datos trimestrales)



Fuentes: Base de datos del SEC 95 de Eurostat, y cálculos del BCE.

Nota: El indicador de márgenes se calcula restando la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del valor añadido bruto.

beneficio (PER) (véase gráfico 6). Existe un grado elevado de movimientos paralelos entre los dos indicadores, si bien el indicador sintético parece estar ligeramente retrasado con respecto a la medida

Recuadro

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y DISPERSIÓN ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Uno de los principales objetivos de la integración de la UE en las dos últimas décadas ha sido avanzar hacia una integración plena del mercado de productos. Cabía esperar que el aumento resultante del nivel de competencia dentro de la UE condujera a una convergencia de márgenes, suponiendo que los niveles de los márgenes nacionales diferían antes del proceso de integración. Este recuadro tiene por objeto determinar hasta qué punto variaron los márgenes de los sectores de la actividad económica (en adelante, sectores) en los distintos países de la zona del euro en la década de los noventa. En el análisis se utilizan los márgenes de veintinueve sectores y de ocho países de la zona del euro, medidos por el excedente bruto de explotación (ajustado de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos) en relación con el producto total. Sin embargo, las comparaciones entre los distintos sectores o países son complicadas, ya que la forma en que está organizado un sector (por ejemplo, su grado de integración vertical) influye en la ratio de los consumos intermedios en relación con el producto total, y, con ello, en la medida de los márgenes. Además, el excedente bruto de explotación incluye el consumo de capital fijo, lo que también dificulta la comparación entre sectores.

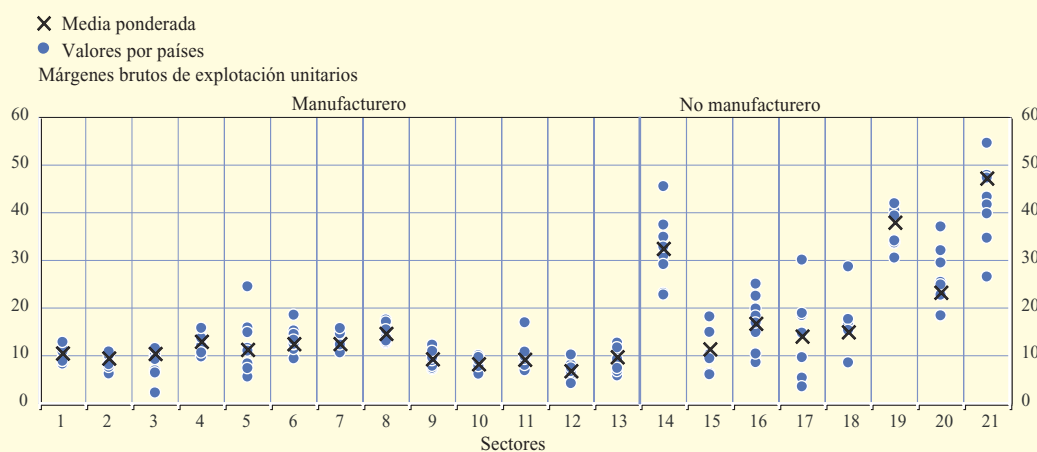
En el gráfico se muestran los niveles medios de los márgenes sectoriales para el período comprendido entre 1991 y el 2001 en ocho países de la zona del euro, así como la media ponderada de la zona del euro

para cada sector individual. Los sectores no manufactureros incluyen el de suministro de energía eléctrica, gas y agua, el de la construcción y seis de servicios empresariales. La fuente de información es la base de datos STAN de la OCDE. En el cuadro figuran los coeficientes de variación por sectores, medidos por el cociente entre la desviación típica y la media, así como el diferencial entre las medias de los tres valores máximos y los tres mínimos.

En conjunto, los niveles de los márgenes fueron más elevados en los sectores no manufactureros que en los manufactureros. Sin embargo, como se ha indicado anteriormente, las diferencias de nivel entre los distintos sectores deben interpretarse con cautela debido a la posible distorsión que entraña la inclusión de los insumos intermedios.

Márgenes sectoriales en los países de la zona del euro. Niveles medios y dispersión - 1991-2001

(1991-2001)



Fuente: Base de datos STAN de la OCDE.

- 1) Las cifras en el eje de las x se refieren a los sectores que figuran en el cuadro siguiente.
- 2) Los ocho países de la zona del euro considerados son Bélgica, Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria y Finlandia, que representaron el 94,4% del PIB de la zona del euro en el 2001.
- 3) Los datos relativos a Bélgica y España están disponibles de 1995 a 2000.
- 4) El ajuste de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos se describe en el Anexo.
- 5) El porcentaje de trabajadores autónomos en relación con la media de empleo total entre 1991 y 2001 varió considerablemente en los distintos países. La ratio fue del 27% en Italia, del 19,9% en Austria, del 17,5% en Bélgica, del 17,2% en España, del 15% en los Países Bajos, del 13,1% en Finlandia y del 10,2% en Alemania y Francia.

En cuanto a las diferencias sectoriales entre países, el diferencial entre las medias de los tres valores máximos y mínimos y los coeficientes de variación ponen de manifiesto que la dispersión en los países de la zona del euro ha sido ligeramente superior en los sectores no manufactureros que en los sectores manufactureros. Si se consideran los datos con mayor detalle, los resultados proporcionan una visión más imprecisa. De hecho, dentro de los sectores manufactureros, la dispersión por países parece haber sido relativamente reducida en algunos sectores, como en el de otros productos minerales no metálicos, en el de productos de caucho y plásticos, así como en el de maquinaria y equipo n.c.o.p. y en el de pasta de papel, papel, productos de papel, impresión y edición. No obstante, en otros sectores manufactureros, como el del coque, refino de petróleo y combustibles nucleares, así como en el de madera y productos de madera y corcho, la dispersión parece haber sido aún mayor que la dispersión media en el sector de servicios empresariales. Dentro de los sectores no manufactureros, la dispersión entre los distintos países fue comparativamente baja en las industrias de red (correos y

Márgenes sectoriales en los países de la zona del euro. Dispersión - 1991-2001

	Coefficiente de variación ¹⁾	Media de los tres valores mínimos	Media de los tres valores máximos	Diferencial ²⁾
Total³⁾	0,28	12,0	19,6	7,6
Total sector manufacturero³⁾	0,23	8,4	12,9	4,5
1 Productos alimenticios, bebidas y tabaco	0,17	8,7	12,0	3,3
2 Textiles y confección, cuero y calzado	0,18	7,1	9,9	2,7
3 Madera y productos de madera y corcho	0,37	5,2	11,1	5,9
4 Pasta de papel, papel, productos de papel, impresión y edición	0,15	10,9	14,6	3,7
5 Coque, refino de petróleo y combustibles nucleares	0,49	7,1	18,5	11,3
6 Sustancias químicas y productos químicos	0,21	11,1	16,1	5,1
7 Caucho y materias plásticas	0,14	11,1	14,3	3,2
8 Otros productos minerales no metálicos	0,13	12,9	17,0	4,1
9 Metales básicos y productos metálicos elaborados	0,19	7,5	11,1	3,6
10 Maquinaria y equipo n.c.o.p.	0,15	7,3	9,9	2,6
11 Equipo eléctrico y óptico	0,29	8,1	12,6	4,5
12 Material de transporte	0,29	5,0	8,6	3,7
13 Otros artículos manufacturados n.c.o.p.; reciclaje	0,29	6,7	11,9	5,3
Sector no manufacturero³⁾	0,34	17,9	30,5	12,5
14 Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,23	25,1	39,4	14,3
15 Construcción	0,39	7,3	14,5	7,2
Servicios empresariales³⁾	0,35	18,5	31,6	13,1
16 Comercio; reparaciones	0,33	11,4	22,5	11,2
17 Hostelería	0,86	2,0	22,6	20,6
18 Transporte y almacenamiento	0,35	12,0	21,1	9,1
19 Correos y telecomunicaciones	0,12	32,1	40,7	8,5
20 Intermediación financiera	0,25	19,9	32,9	13,0
21 Actividades inmobiliarias y de alquiler; actividades empresariales	0,21	33,7	50,0	16,3

Fuente: Base de datos STAN de la OCDE.

1) El coeficiente de variación se calcula como la desviación típica dividida por la media.

2) El diferencial se calcula como la diferencia entre la media de los tres valores máximos y la de los tres valores mínimos.

3) Los datos agregados a nivel sectorial se calculan como media simple de los correspondientes a los sectores individuales.

telecomunicaciones, y suministro de energía eléctrica, gas y agua), así como en el sector inmobiliario, de alquiler y actividades empresariales.

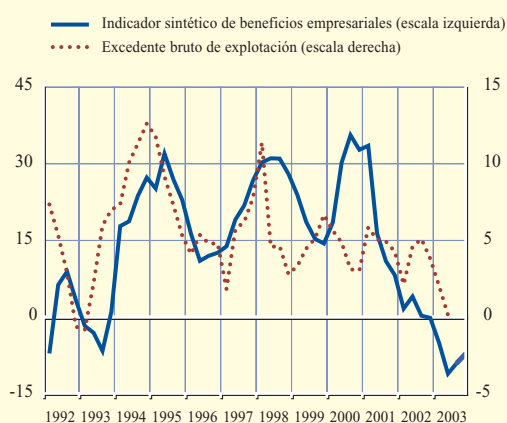
En conjunto, los datos ponen de manifiesto diferencias patentes en los niveles de los márgenes sectoriales en los distintos países. Aunque, como se ha señalado, los resultados deben interpretarse con cautela, los niveles de los márgenes por sectores fueron, en general, más elevados en los no manufactureros que en los manufactureros. Por otra parte, los niveles difirieron bastante más entre los distintos países en los sectores no manufactureros que en los manufactureros. La menor dispersión de los niveles de los márgenes observada en algunos sectores, especialmente en los manufactureros, puede considerarse resultado de una convergencia a la baja de los márgenes en los países de la zona del euro, debido a los progresos realizados en la integración del mercado de productos. En cambio, el mayor nivel medio de los márgenes y el aumento de su dispersión en los sectores no manufactureros durante el período analizado en este recuadro podrían guardar relación con el hecho de que el proceso de integración en los sectores no manufactureros tendió a iniciarse más tarde, y, en general, está menos avanzado que en los sectores manufactureros.

basada en la contabilidad nacional, algo que podría deberse al hecho de que no todas las empresas informan sobre los beneficios trimestrales, y, por ello,

los datos al respecto pueden referirse a los últimos beneficios anuales publicados. Es posible que las diferencias entre ambos indicadores guarden rela-

Gráfico 6: Excedente bruto de explotación de la contabilidad nacional e indicador sintético de beneficios empresariales calculado a partir de indicadores de los mercados de valores

(tasas de variación interanuales, datos trimestrales)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Nota: El índice de mercado cubre aproximadamente el 80% de la capitalización bursátil. El excedente bruto de explotación está ajustado de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos.

ción con factores como la cobertura (los beneficios empresariales únicamente se refieren a un grupo de sociedades cotizadas, mientras que la contabilidad nacional cubre el total de la economía) y con las diferencias en el tratamiento contable de partidas como depreciación, opciones sobre acciones, etc.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se han considerado una serie de indicadores de la evolución de los beneficios y fuentes alternativas de obtención de datos. Estos indicadores son necesarios para poder realizar verificaciones cruzadas, ya que, en general, los beneficios se calculan como un residuo, lo que

sugiere que pueden estar sujetos a importantes errores de medición.

Estas matizaciones son especialmente relevantes al analizar la evolución de los beneficios durante un período de tiempo dilatado o en distintos países. Teniéndolas presentes, la conclusión general a la que se llega tras considerar los distintos indicadores de beneficios apunta a que tras una situación, en general, desfavorable para los beneficios en los años setenta, la rentabilidad de la zona se recuperó de forma gradual durante las décadas de los ochenta y de los noventa. Esta conclusión es válida con independencia de que se considere la participación de los beneficios en el PIB o la rentabilidad neta del capital. Aunque resulta muy difícil realizar comparaciones a nivel internacional, parece que la rentabilidad de la zona del euro se ha mantenido por debajo de la de Estados Unidos.

Por lo que se refiere a la evolución de los beneficios desde 1999, la zona del euro se ha visto afectada por una serie de perturbaciones, incluido un fuerte aumento de los precios del petróleo y fluctuaciones de los tipos de cambio, así como por una ralentización de la actividad económica. Estas perturbaciones han afectado a la evolución de los beneficios en la zona del euro, si bien la intensidad de su impacto ha sido diferente en las distintas ramas de actividad.

De cara al futuro, es importante que en la zona del euro se alcance una rentabilidad adecuada con el fin de estimular la inversión y sostener el crecimiento económico. Asimismo, es necesario acometer reformas continuas de los mercados de trabajo y de productos para garantizar una asignación de recursos y unos mecanismos de fijación de precios que sean eficientes en un entorno competitivo, y todo ello debe sustentarse, asimismo, en una moderación salarial constante.

ANEXO: FUENTES DE LOS DATOS SOBRE BENEFICIOS DE LA ZONA DEL EURO

DATOS DE CONTABILIDAD NACIONAL

Por los motivos citados en la sección 2, la principal fuente de los datos utilizados en este artículo es la contabilidad nacional. Ésta proporciona información sobre una serie de indicadores de beneficios y de rentabilidad, incluidos el excedente bruto de explotación y la renta mixta, la participación de los beneficios en el PIB, el indicador de márgenes sobre los costes laborales unitarios, el margen bruto de explotación unitario y la rentabilidad del capital.

Actualmente, Eurostat facilita datos trimestrales de contabilidad nacional de la zona del euro en base SEC 95 a partir de 1991. Con anterioridad a ese año, los datos nacionales se facilitan en base SEC 79, como, por ejemplo, en la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

No obstante, un aspecto importante a tener en cuenta al utilizar datos de contabilidad nacional sobre el excedente bruto de explotación y la renta mixta es el tratamiento de las rentas del trabajo imputadas de los trabajadores autónomos. En la práctica, la medida del excedente bruto de explotación en la contabilidad nacional también incluye la renta mixta bruta, que es el excedente de explotación de las empresas individuales sin personalidad jurídica propia propiedad de los hogares. Dado que parte de esta renta mixta bruta representa la remuneración de los trabajadores autónomos y la renta empresarial de las empresas individuales sin personalidad jurídica propia, debe efectuarse un ajuste que refleje mejor la distinción entre rentas salariales y no salariales, ambas componentes de la renta mixta bruta, lo que tiene implicaciones en las comparaciones entre ramas de actividad, entre países o en el tiempo, si el nivel de empleo por cuenta propia varía significativamente en estas dimensiones. Las comparaciones internacionales sugieren que es necesario efectuar algunos ajustes⁴. Los datos sobre las empresas individuales sin personalidad jurídica propia permitirían la realización de un ajuste más robusto, pero, lamentablemente, no se dispone de estos datos para el conjunto de la zona del euro. Un ajuste más común es asumir que la remuneración imputada

por trabajador autónomo es igual a la remuneración por asalariado. Este ajuste rudimentario, aunque mucho más manejable, constituye otro motivo para interpretar con cautela los datos sobre beneficios. Así, por ejemplo, los ajustes efectuados a nivel de ramas de actividad pueden arrojar un resultado diferente que si se realizan a nivel más agregado.

DATOS DE LAS CUENTAS DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS

Sin perjuicio de las matizaciones reseñadas anteriormente en relación con cuestiones relativas a la utilización de medidas de los beneficios obtenidos de las cuentas de resultados de las empresas en el conjunto de la zona del euro, en este artículo se presenta un indicador sintético de los beneficios basado en dichas cuentas. Este indicador se construye utilizando datos de los mercados de valores, concretamente la relación precio-beneficio (PER) y valores totales de mercado, con los que es posible construir un índice de ganancias. La tasa de crecimiento de este indicador sintético se compara con la tasa de crecimiento del excedente bruto de explotación obtenido de la contabilidad nacional. No obstante, aparte de las matizaciones de carácter más general, al efectuar tal comparación habría que tener en cuenta que la medida de los mercados de valores sólo incluye a un grupo de sociedades cotizadas.

DATOS DE FUENTES HÍBRIDAS

La base de datos de análisis estructural (STAN) de la OCDE combina datos de la contabilidad nacional con datos de otras fuentes, como encuestas y censos de los sectores industriales nacionales. Una de las principales ventajas de esta fuente es el grado de cobertura de las ramas de actividad, con datos disponibles a nivel de dos dígitos de la ISIC Rev. 3. Los datos están disponibles hasta el 2001 para ramas de actividad detalladas, y hasta el 2002 para datos más agregados. Estos datos se utilizan en el recuadro a fin de comparar la rentabilidad entre países y entre sectores.

4 Gollin, D., 2002, "Getting income shares right", *Journal of Political Economy*, vol. 110, n° 2, pp. 458-474.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

1) Véase la dirección en Internet (www.ecb.int) para series de datos más largas y detalladas.

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

Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	cero o significativo
“mm”	10 ⁹
(p)	cifra provisional
(d.)	desestacionalizado
(n.d.)	no desestacionalizado

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO



Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1),2)}	M3 ^{1),2)} Media móvil de 3 meses de M3 (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 sociedades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,5	6,5	7,2	-	5,3	21,2	3,32	4,92
2003	.	.	.	-	.	.	2,33	4,16
2003 I	10,1	7,1	7,6	-	5,0	17,2	2,69	4,16
II	11,3	8,2	8,4	-	4,6	20,2	2,37	3,96
III	11,4	8,4	8,3	-	4,9	21,9	2,14	4,16
IV	.	.	.	-	.	.	2,15	4,36
2003 Jul	11,4	8,5	8,7	8,4	4,9	21,8	2,13	4,06
Ago	11,7	8,6	8,2	8,1	5,0	22,1	2,14	4,20
Sep	11,1	8,1	7,5	8,0	5,0	21,3	2,15	4,23
Oct	12,2	8,2	8,1	7,7	5,1	22,0	2,14	4,31
Nov	10,7	7,6	7,4	.	5,6	.	2,16	4,44
Dic	.	.	.	.	.	.	2,15	4,36

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

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

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipo de cambio efectivo del euro: grupo estrecho (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense / euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2002	77,9	130,6	-41,5	103,4	366,1	89,7	92,3	0,9456
2003	.	.	.	.	.	99,9	103,6	1,1312
2003 I	4,4	16,6	-0,9	7,0	339,1	96,6	99,8	1,0731
II	-5,2	25,1	5,4	42,2	326,1	101,0	104,7	1,1372
III	19,1	38,6	-12,4	-70,5	332,9	100,2	103,9	1,1248
IV	.	.	.	.	.	101,8	106,0	1,1890
2003 Jul	2,8	15,3	-3,2	-35,6	328,9	101,1	104,9	1,1372
Ago	6,6	10,6	-2,6	-42,5	346,8	99,9	103,6	1,1139
Sep	9,8	12,6	-6,6	7,6	332,9	99,5	103,2	1,1222
Oct	9,2	14,9	-8,3	26,5	332,4	101,0	104,8	1,1692
Nov	.	.	.	.	321,9	100,9	104,9	1,1702
Dic	.	.	.	.	.	103,7	108,1	1,2286

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 crecimiento mensuales se refieren al final del período, mientras que las tasas de crecimiento trimestrales e interanuales se han calculado como medias del período. Las tasas de crecimiento de M1, M2, M3 y del crédito se calculan sobre la base de saldos y operaciones mensuales desestacionalizados.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en FMM y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2003 19 Dic	2003 26 Dic	2004 2 Ene	2004 9 Ene
Oro y derechos en oro	130.214	130.187	130.344	130.344
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	189.867	189.453	176.783	176.437
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.750	17.959	17.379	18.385
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	5.912	5.979	6.314	6.532
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	284.029	276.022	298.047	270.399
Operaciones principales de financiación	238.999	230.998	253.001	225.001
Operaciones de financiación a plazo más largo	45.000	45.000	45.000	45.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	9	5	18	366
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	21	19	28	32
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	687	720	819	954
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	54.115	54.130	61.323	62.044
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	43.655	42.902	42.686	42.687
Otros activos	122.476	117.805	104.626	104.169
Total activo	848.705	835.157	838.321	811.951

2. Pasivo

	2003 19 Dic	2003 26 Dic	2004 2 Ene	2004 9 Ene
Billetes en circulación	429.510	439.206	434.251	425.220
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	129.848	113.541	152.917	133.708
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	129.745	113.508	152.814	133.606
Facilidad de depósito	103	33	102	102
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	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	251	256	257	256
Certificados de deuda emitidos	1.054	1.054	1.054	1.054
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	55.151	48.076	35.584	38.761
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9.466	10.334	10.057	9.520
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	601	580	499	481
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.671	12.595	12.344	12.452
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM	5.991	5.991	5.757	5.757
Otros pasivos	67.959	67.320	54.398	53.572
Cuentas de revalorización	71.174	71.174	69.141	69.141
Capital y reservas	65.029	65.030	62.062	62.029
Total pasivo	848.705	835.157	838.321	811.951

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se referirá 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	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
Operaciones principales de financiación						
2003 17 Sep	177.865	150.000	2,00	2,07	2,08	14
24	109.738	81.000	2,00	2,06	2,07	14
1 Oct	164.023	123.000	2,00	2,05	2,06	14
8	135.884	82.000	2,00	2,05	2,06	14
15	153.304	113.000	2,00	2,05	2,05	12
22	119.327	90.000	2,00	2,04	2,05	14
25	135.867	117.000	2,00	2,04	2,05	15
5 Nov	125.765	84.000	2,00	2,04	2,05	14
11	126.830	118.000	2,00	2,03	2,04	15
19	113.354	99.000	2,00	2,00	2,02	14
26	126.291	126.291	2,00	2,00	2,02	14
3 Dic	137.154	121.000	2,00	2,00	2,03	14
10	129.319	116.000	2,00	2,00	2,01	13
17	128.410	123.000	2,00	2,00	2,02	13
23	154.382	108.000	2,00	2,05	2,08	14
30	166.862	145.000	2,00	2,02	2,09	15
2004 6 Ene	118.344	80.000	2,00	2,02	2,04	15
14	166.033	144.000	2,00	2,00	2,02	14
Operaciones de financiación a plazo más largo						
2002 23 Dic	42.305	15.000	-	2,93	2,95	94
2003 30 Ene	31.716	15.000	-	2,78	2,80	90
27 Feb	24.863	15.000	-	2,48	2,51	91
27 Mar	33.367	15.000	-	2,49	2,51	91
30 Abr	35.096	15.000	-	2,50	2,51	92
29 May	30.218	15.000	-	2,25	2,27	91
26 Jun	28.694	15.000	-	2,11	2,12	91
31 Jul	25.416	15.000	-	2,08	2,10	91
28 Ago	35.940	15.000	-	2,12	2,13	91
25 Sep	28.436	15.000	-	2,10	2,12	84
30 Oct	32.384	15.000	-	2,13	2,14	91
27 Nov	25.402	15.000	-	2,12	2,13	91
18 Dic	24.988	15.000	-	2,12	2,14	105

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Importe adjudicado	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
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7	
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1	
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7	
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1	
13	Operaciones temporales	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1	
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7	
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3	
10	Operaciones temporales	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1	
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6	
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3	

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (split tender operations), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase cuadro 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.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, al tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- 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, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo a más de 2 años y disponibles con preaviso)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2001	10.910,1	6.226,1	389,7	1.315,2	605,1	2.374,0
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003 I	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5
II	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9
2003 Jul	11.394,7	6.176,0	417,8	1.430,0	800,8	2.570,1
Ago	11.408,0	6.184,3	404,3	1.442,5	787,6	2.589,3
Sep	11.396,7	6.173,3	405,1	1.433,2	791,7	2.593,3
Oct	11.497,0	6.194,8	420,2	1.445,3	814,0	2.622,7
Nov ^(p)	11.562,9	6.241,5	424,4	1.451,1	813,0	2.632,9

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2001	126,4	127,4	1,0	0,0	3,30
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003 I	128,9	129,6	0,7	0,0	2,67
II	131,2	131,9	0,6	0,0	2,34
III	131,3	132,0	0,6	0,0	2,07
2003 23 Oct	131,2	131,9	0,6	0,0	2,05
23 Nov	131,0	131,8	0,7	0,0	2,03
23 Dic	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 23 Ene ^(p)	132,8	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez			Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria	
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Admin. Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito						Otras operaciones de absorción de liquidez
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 I	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
II	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
2003 23 Jul	320,4	204,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,0	382,7	52,4	2,9	132,2	515,2
23 Ago	315,8	213,4	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	391,6	51,5	-1,6	132,8	524,6
23 Sep	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
23 Oct	321,3	208,4	45,0	0,1	0,0	0,2	0,0	395,5	48,3	-1,1	131,9	527,5
23 Nov	321,8	205,8	45,0	0,1	0,0	0,3	0,0	399,4	43,4	-2,2	131,8	531,4
23 Dic ^(p)	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7

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 fondos del mercado monetario	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2001	998,6	412,7	25,7	0,6	386,4	107,0	101,8	1,3	3,8	-	13,8	399,0	11,9	54,3
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,5	86,0	0,8	7,6	-	13,2	374,8	11,9	132,3
2003 I	1.015,4	411,8	24,1	0,6	387,0	105,4	95,1	0,8	9,5	-	12,5	350,2	11,9	123,6
II	1.074,6	469,3	23,7	0,6	445,0	114,2	103,1	1,1	10,0	-	12,4	335,2	12,0	131,5
2003 Jul	1.048,8	437,3	23,7	0,7	412,9	115,3	104,6	1,1	9,6	-	12,5	338,1	12,2	133,4
Ago	1.063,8	437,4	23,7	0,7	413,0	117,4	106,4	1,0	10,0	-	12,5	354,1	12,2	130,1
Sep	1.089,0	462,5	23,7	0,6	438,1	121,6	110,4	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
Oct	1.081,4	449,6	23,7	0,6	425,2	122,9	111,5	1,2	10,2	-	12,7	341,4	12,3	142,5
Nov ^(p)	1.078,5	452,2	23,7	0,6	427,8	124,2	112,7	1,2	10,4	-	12,9	332,4	12,3	144,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.122,9	1.077,4	335,6	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	812,6	6.781,0	4.017,8	2.671,5	1.170,4	1.135,0	366,2	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 I	19.184,0	11.732,8	804,8	6.853,8	4.074,2	2.830,6	1.234,7	1.210,0	385,9	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,7
II	19.529,8	11.881,0	794,2	6.943,6	4.143,2	2.886,2	1.241,7	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,1	157,9	1.058,1
2003 Jul	19.502,7	11.865,1	802,2	6.963,9	4.099,0	2.912,0	1.259,2	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.010,8
Ago	19.507,5	11.902,3	796,3	6.976,1	4.129,9	2.905,8	1.258,1	1.243,4	404,3	69,6	887,1	2.575,8	158,2	1.008,8
Sep	19.579,0	11.956,4	797,5	6.998,8	4.160,1	2.927,9	1.256,5	1.260,9	410,5	68,8	882,0	2.544,8	158,9	1.040,1
Oct	19.610,4	11.921,8	797,3	7.027,3	4.097,3	2.956,3	1.264,6	1.274,3	417,4	70,7	881,3	2.610,4	158,7	1.011,2
Nov ^(p)	19.808,8	12.048,2	806,9	7.072,0	4.169,3	2.985,7	1.272,7	1.291,2	421,8	71,1	891,0	2.620,5	158,8	1.033,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participac. emitidas por fondos del mercado monetario ¹⁾	Valores distintos de acciones y participac. ¹⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2001	998,6	285,9	391,9	35,1	14,4	342,4	-	4,6	209,8	35,6	70,8
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003 I	1.015,4	365,4	345,8	50,7	16,2	279,0	-	2,7	149,5	28,7	123,3
II	1.074,6	391,4	379,4	52,6	18,9	307,9	-	2,6	143,1	29,8	128,3
2003 Jul	1.048,8	403,5	334,4	52,3	16,0	266,1	-	2,6	145,2	31,9	131,1
Ago	1.063,8	404,1	335,8	49,7	15,8	270,3	-	2,6	157,9	32,7	130,6
Sep	1.089,0	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,1	32,4	134,4
Oct	1.081,4	412,3	345,6	35,0	18,5	292,1	-	2,6	150,5	32,0	138,4
Nov ^(p)	1.078,5	419,2	343,1	48,3	20,5	274,3	-	1,6	146,3	28,0	140,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2001	18.226,3	0,0	9.696,6	103,9	5.763,1	3.829,6	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9
2002	18.857,9	0,0	10.197,4	106,9	5.954,1	4.136,5	532,9	2.993,1	1.108,7	2.594,1	1.431,8
2003 I	19.184,0	0,0	10.316,8	125,5	5.994,7	4.196,6	617,6	3.045,9	1.115,8	2.665,4	1.422,4
II	19.529,8	0,0	10.540,5	147,6	6.094,7	4.298,1	640,0	3.083,1	1.126,3	2.641,7	1.498,1
2003 Jul	19.502,7	0,0	10.497,1	120,7	6.122,7	4.253,8	653,9	3.116,0	1.132,9	2.649,5	1.453,2
Ago	19.507,5	0,0	10.509,1	112,8	6.126,2	4.270,1	657,3	3.126,9	1.135,4	2.647,2	1.431,6
Sep	19.579,0	0,0	10.567,5	128,8	6.126,4	4.312,3	646,2	3.128,9	1.137,0	2.607,5	1.491,9
Oct	19.610,4	0,0	10.533,7	130,7	6.158,1	4.244,9	653,4	3.172,6	1.137,4	2.657,9	1.455,3
Nov ^(p)	19.808,8	0,0	10.665,8	132,0	6.201,9	4.331,9	657,2	3.188,4	1.140,7	2.657,5	1.499,2

Fuente: BCE.

1) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos 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 emitidas por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2001	13.576,7	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6
2002	13.931,2	7.618,5	836,8	6.781,6	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.840,3	179,5	1.132,3
2003 I	14.124,7	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.895,2	172,7	1.115,1
II	14.383,3	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.959,3	169,9	1.149,2
2003 Jul	14.381,8	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	617,6	2.942,7	170,4	1.102,1
Ago	14.370,3	7.796,8	820,0	6.976,8	1.755,2	1.349,9	405,3	620,6	2.929,9	170,4	1.097,4
Sep	14.415,3	7.820,6	821,2	6.999,4	1.782,9	1.371,3	411,6	616,9	2.886,6	171,1	1.137,0
Oct	14.503,3	7.849,0	821,0	7.028,0	1.804,5	1.385,8	418,6	614,3	2.951,9	171,0	1.112,7
Nov ^(p)	14.616,1	7.903,3	830,6	7.072,6	1.826,8	1.403,8	423,0	624,0	2.953,0	171,1	1.138,0
Operaciones											
2001	912,2	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,6
2002	601,3	299,2	-9,8	309,0	75,9	45,7	30,2	5,5	242,5	-1,3	-20,5
2003 I	221,0	87,2	-0,3	87,5	63,0	46,4	16,6	0,2	90,7	-3,6	-17,0
II	323,2	98,2	-8,6	106,8	52,0	37,9	14,1	21,2	121,9	-2,5	32,4
2003 Jul	-46,3	27,9	8,0	20,0	10,4	12,8	-2,4	-2,1	-33,1	0,4	-49,8
Ago	-78,3	-0,1	-6,2	6,1	-3,2	-5,0	1,8	2,2	-70,5	0,0	-6,6
Sep	127,7	35,2	1,6	33,6	30,3	23,0	7,3	-4,2	27,8	0,7	38,0
Oct	82,8	29,0	-0,2	29,1	26,8	19,5	7,3	-4,1	52,9	0,0	-21,7
Nov ^(p)	155,1	60,5	9,8	50,7	18,7	13,7	4,9	8,5	41,7	-0,1	25,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y particip. ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2001	13.576,7	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,6	470,5	1.818,6	1.006,4	2.626,9	1.550,9	10,7
2003 I	14.124,7	327,2	176,2	6.010,9	550,8	1.804,5	1.001,0	2.694,1	1.545,7	14,3
II	14.383,3	351,0	200,3	6.113,7	571,0	1.833,9	997,7	2.671,6	1.626,4	17,7
2003 Jul	14.381,8	361,5	173,0	6.138,7	585,5	1.849,8	999,7	2.681,5	1.584,3	8,0
Ago	14.370,3	362,7	162,5	6.142,0	587,7	1.861,5	1.014,3	2.679,9	1.562,3	-2,5
Sep	14.415,3	364,9	183,8	6.143,7	577,4	1.864,9	1.010,6	2.639,9	1.626,3	3,8
Oct	14.503,3	371,3	165,7	6.176,6	582,8	1.900,4	1.008,3	2.689,9	1.593,7	14,5
Nov ^(p)	14.616,1	379,2	180,3	6.222,3	586,1	1.906,9	1.007,1	2.685,5	1.639,4	9,1
Operaciones										
2001	912,2	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	85,5	-33,5
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,3	39,2	75,7	-38,9	32,6
2003 I	221,0	7,7	32,8	50,4	35,8	24,9	2,6	59,6	-4,5	11,7
II	323,2	23,8	24,1	109,9	19,7	36,7	0,7	25,9	78,8	3,5
2003 Jul	-46,3	11,1	-24,6	-8,6	10,3	14,4	9,9	6,6	-57,5	-7,8
Ago	-78,3	1,2	-10,5	-2,2	2,1	0,7	6,7	-39,1	-27,0	-10,2
Sep	127,7	2,2	21,3	9,4	-8,3	21,9	1,2	12,5	62,0	5,6
Oct	82,8	6,4	-18,1	31,8	5,6	32,3	2,3	40,0	-30,6	12,9
Nov ^(p)	155,1	7,9	14,6	50,3	-3,4	15,2	2,6	27,7	44,2	-4,0

Fuente: BCE.

- 1) A partir de finales de noviembre del 2000, los saldos derivados del sistema TARGET se compensan diariamente por novación. Por lo tanto, los saldos bilaterales de cada BCN frente al BCE y a otros BCN se han sustituido por un único saldo bilateral neto frente al BCE. Para los saldos brutos a fin de mes de TARGET correspondientes a los años 1999 y 2000 (enero a octubre), véase la nota correspondiente en el Boletín Mensual del BCE de febrero y de diciembre del 2000.
- 2) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro. Los saldos en poder de no residentes están incluidos en "Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro".

2.3 Estadísticas monetarias

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

1. Agregados monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses de M3 (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											
2001	2.205,1	2.395,9	4.601,0	789,8	5.390,8	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.422,3	2.474,3	4.896,6	854,5	5.751,1	-	3.994,2	2.073,3	7.724,3	6.781,0	176,7
2003 I	2.484,3	2.518,3	5.002,6	857,8	5.860,4	-	4.005,7	2.120,9	7.788,0	6.846,9	228,3
II	2.528,0	2.559,6	5.087,6	887,8	5.975,4	-	4.031,4	2.143,2	7.913,3	6.913,5	288,5
2003 Jul	2.552,8	2.571,5	5.124,3	901,4	6.025,7	-	4.065,6	2.183,5	7.981,7	6.954,9	264,6
Ago	2.585,4	2.573,5	5.158,9	892,4	6.051,3	-	4.110,8	2.184,6	8.035,2	7.004,7	243,6
Sep	2.596,8	2.570,3	5.167,1	889,7	6.056,8	-	4.102,0	2.203,1	8.052,1	7.009,6	225,2
Oct	2.640,5	2.574,4	5.214,9	914,7	6.129,6	-	4.131,5	2.218,6	8.083,2	7.042,1	236,8
Nov ^(p)	2.633,1	2.582,0	5.215,1	919,5	6.134,6	-	4.153,7	2.234,8	8.149,8	7.087,6	230,3
Operaciones											
2001	114,9	158,3	273,2	118,5	391,7	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	214,8	88,4	303,2	68,7	371,9	-	188,0	37,7	346,7	313,0	166,1
2003 I	68,2	46,1	114,4	-8,0	106,3	-	30,0	17,0	81,6	80,6	94,9
II	59,3	44,8	104,1	27,1	131,2	-	40,3	25,2	130,7	83,6	69,5
2003 Jul	26,5	11,5	38,0	11,1	49,0	-	38,3	39,8	43,1	41,0	-37,2
Ago	30,5	-0,3	30,2	-9,1	21,1	-	25,2	1,7	45,8	43,7	-41,1
Sep	14,7	-1,0	13,7	-0,3	13,4	-	16,4	20,4	28,4	15,9	0,2
Oct	43,3	3,6	46,9	25,1	72,0	-	30,9	20,6	30,5	33,1	9,3
Nov ^(p)	-5,7	9,8	4,1	-2,1	2,0	-	35,4	12,1	72,0	51,5	2,0
Tasas de crecimiento											
2001 Dic	5,6	7,1	6,4	17,6	7,9	7,8	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002 Dic	9,8	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	166,1
2003 Mar	11,6	4,7	8,0	8,0	8,0	8,2	4,4	1,7	4,8	4,7	229,8
2003 Jun	11,3	5,6	8,4	8,7	8,4	8,5	5,1	3,7	5,2	4,6	248,3
Jul	11,4	5,8	8,5	9,4	8,7	8,4	5,3	4,9	5,6	4,9	208,9
Ago	11,7	5,6	8,6	6,3	8,2	8,1	5,3	5,1	5,6	5,0	161,1
Sep	11,1	5,2	8,1	4,5	7,5	8,0	5,2	5,5	5,5	5,0	158,8
Oct	12,2	4,4	8,2	7,6	8,1	7,7	5,7	6,7	5,5	5,1	140,1
Nov ^(p)	10,7	4,6	7,6	6,4	7,4	.	5,8	7,1	6,0	5,6	118,2

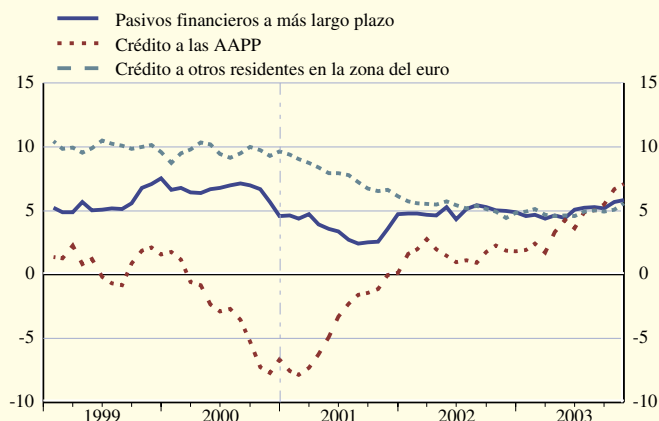
C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los agregados monetarios incluyen los 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 es la suma de efectivo en circulación y los depósitos a la vista; M2 es la suma de M1, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses; y M3 es la suma de M2, las cesiones temporales, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años.

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

2.3 Estadísticas monetarias

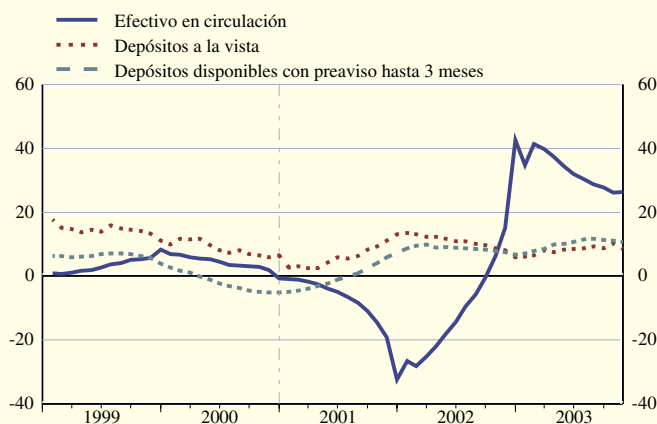
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2001	233,4	1.971,7	1.089,9	1.306,0	231,6	412,4	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.089,2	1.079,5	1.394,9	240,0	486,9	127,7	1.697,3	103,7	1.186,9	1.006,4
2003 I	331,9	2.152,3	1.071,2	1.447,1	209,4	549,1	99,4	1.703,0	100,2	1.203,3	999,2
II	347,1	2.180,9	1.072,9	1.486,7	220,9	569,2	97,6	1.731,0	96,2	1.211,1	993,1
2003 Jul	355,2	2.197,6	1.066,4	1.505,1	227,3	582,8	91,2	1.754,9	94,0	1.220,3	996,4
Ago	359,6	2.225,8	1.057,2	1.516,3	222,3	581,2	88,9	1.774,3	92,1	1.228,8	1.015,6
Sep	366,9	2.229,9	1.049,7	1.520,5	215,6	582,5	91,4	1.773,3	90,9	1.229,8	1.008,0
Oct	371,7	2.268,8	1.046,3	1.528,1	225,3	588,0	101,3	1.796,7	91,2	1.235,3	1.008,3
Nov ^(p)	379,7	2.253,4	1.046,4	1.535,6	227,9	590,2	101,4	1.801,6	90,7	1.245,8	1.015,5
Operaciones											
2001	-112,5	227,4	69,3	88,9	26,9	93,8	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	115,2	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,0	118,1	-10,0	40,9	39,0
2003 I	20,9	47,3	-6,3	52,5	-21,8	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
II	15,2	44,1	4,9	39,9	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,1
2003 Jul	8,7	17,8	-6,8	18,3	6,7	9,4	-5,0	21,0	-2,2	8,4	11,1
Ago	4,4	26,1	-11,3	11,0	-5,1	-1,7	-2,3	8,4	-1,9	7,3	11,3
Sep	7,3	7,4	-5,5	4,5	-5,6	3,4	1,8	18,2	-1,2	2,1	-2,7
Oct	4,8	38,5	-3,9	7,5	9,8	5,7	9,7	20,3	0,3	5,4	5,0
Nov ^(p)	8,0	-13,7	2,1	7,7	2,6	-4,5	0,0	13,7	-0,4	11,1	11,0
Tasas de crecimiento											
2001 Dic	-32,4	13,2	6,8	7,3	12,6	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002 Dic	42,7	5,9	0,0	6,8	4,2	17,4	-9,3	7,3	-8,8	3,5	4,0
2003 Mar	39,7	8,0	-0,1	8,5	0,9	16,5	-11,3	6,7	-8,2	4,0	2,5
Jun	31,9	8,5	-0,6	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,6
2003 Jul	30,3	8,7	-1,2	11,4	1,6	18,1	-12,4	7,5	-12,6	4,3	4,5
Ago	28,8	9,3	-2,0	11,6	-2,8	15,4	-15,4	7,6	-14,3	4,8	4,3
Sep	27,8	8,7	-2,7	11,4	-6,7	14,5	-16,0	8,0	-15,2	4,6	3,4
Oct	26,1	10,2	-4,0	11,0	-0,3	15,1	-8,9	8,8	-14,4	5,0	3,5
Nov ^(p)	26,3	8,4	-3,1	10,7	2,0	11,1	-7,0	8,9	-13,7	5,2	3,5

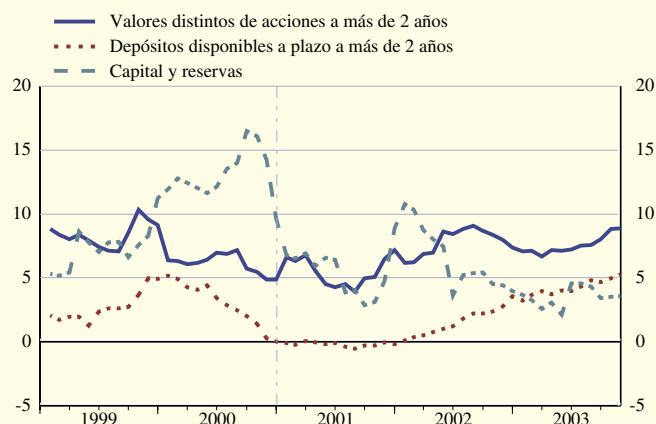
C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

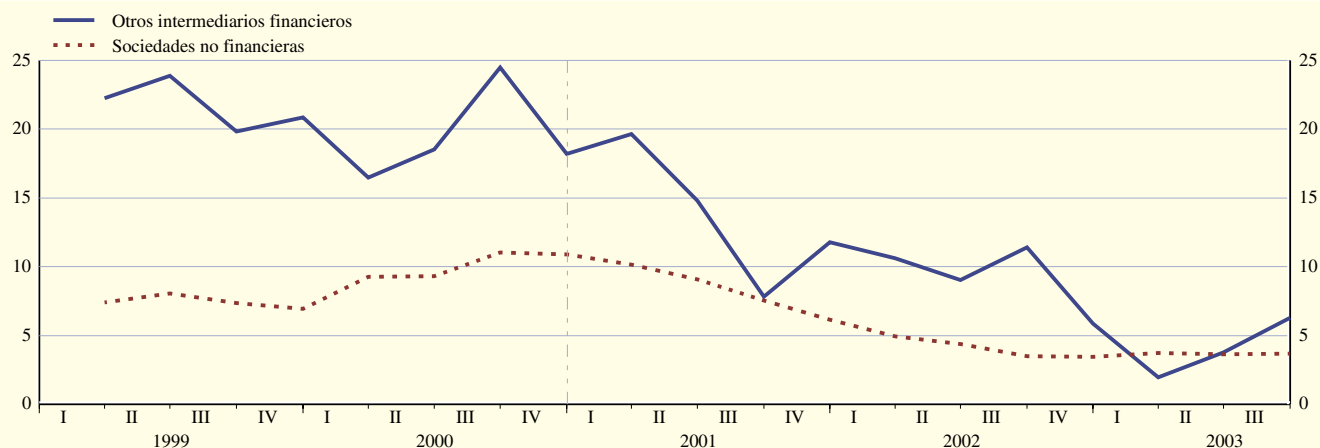
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8
Saldos vivos								
2001	34,9	24,8	434,4	276,0	2.903,3	1.019,0	489,8	1.394,5
2002	33,0	19,7	453,9	288,0	2.972,3	980,8	514,3	1.477,2
2003 I	42,4	30,0	470,6	301,0	2.990,9	991,6	512,4	1.486,9
II	44,8	31,3	478,2	304,4	3.016,5	1.000,2	508,4	1.507,9
2003 Jul	48,7	32,8	472,0	292,7	3.015,3	987,0	514,3	1.514,1
Ago	44,1	28,2	470,8	289,4	3.021,4	978,5	519,7	1.523,2
Sep	44,5	28,3	479,4	295,7	3.018,5	972,3	521,8	1.524,4
Oct	50,0	33,9	480,1	294,8	3.022,1	961,8	525,8	1.534,6
Nov ^(p)	49,2	33,1	497,0	313,1	3.036,0	965,4	527,9	1.542,6
Operaciones								
2001	3,6	3,0	46,4	27,7	167,7	18,4	55,6	93,6
2002	-4,4	-5,3	25,5	18,2	99,8	-25,9	31,0	94,7
2003 I	11,3	10,3	9,4	5,1	31,9	13,6	2,1	16,2
II	2,6	1,4	10,1	5,1	35,8	12,5	-2,7	26,0
2003 Jul	3,9	1,5	-6,6	-12,1	-1,1	-12,8	5,6	6,1
Ago	-4,7	-4,6	-1,4	-3,4	2,7	-9,7	4,9	7,5
Sep	0,4	0,1	9,7	6,9	2,3	-4,5	2,7	4,1
Oct	5,5	5,6	0,9	-0,9	3,4	-10,6	3,8	10,1
Nov ^(p)	-0,8	-0,8	16,6	18,1	17,4	4,9	2,6	9,8
Tasas de crecimiento								
2001 Dic	11,3	13,6	11,8	11,0	6,2	2,0	12,8	7,2
2002 Dic	-11,1	-21,2	5,9	6,6	3,4	-2,6	6,3	6,8
2003 Mar	7,2	5,3	2,0	-2,2	3,7	-1,0	5,8	6,4
Jun	4,7	2,9	3,8	0,0	3,6	0,5	2,4	6,2
Sep ^(p)	10,5	-5,7	6,3	2,5	3,7	-0,9	5,1	6,4

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

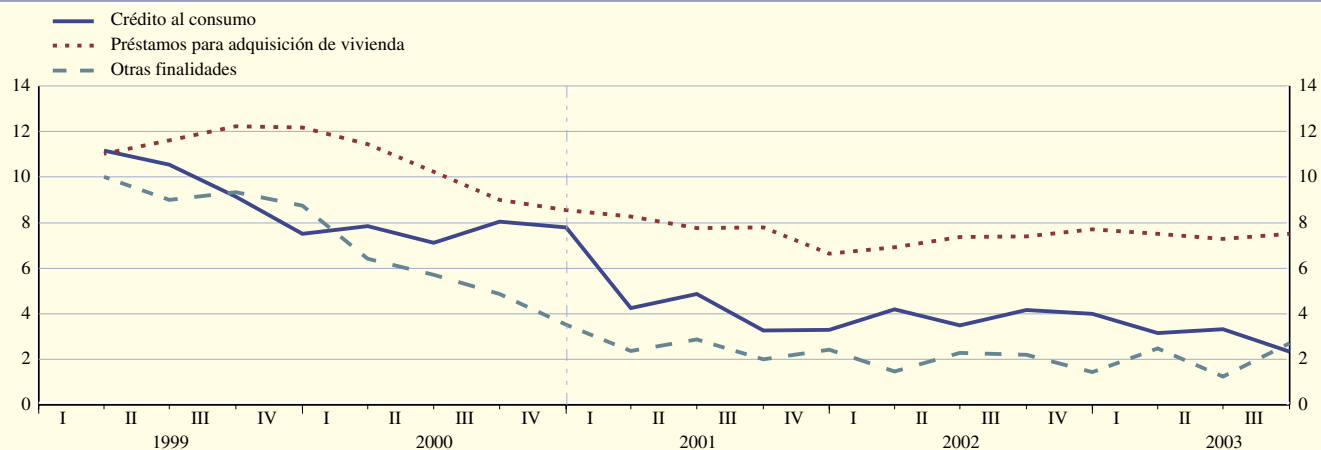
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo			Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2001	3.146,1	497,1	102,5	170,4	224,2	2.020,6	22,7	61,0	1.937,0	628,3	152,8	105,3	370,3
2002	3.321,7	517,3	105,1	178,3	233,9	2.181,6	23,3	65,8	2.092,5	622,8	153,9	99,7	369,2
2003 I	3.349,9	492,9	111,3	176,6	205,0	2.218,1	16,1	68,1	2.133,8	639,0	144,9	94,9	399,2
II	3.404,1	500,5	114,9	179,2	206,4	2.258,8	16,6	68,5	2.173,7	644,9	145,2	92,6	407,0
2003 Jul	3.427,9	501,9	113,0	180,2	208,7	2.281,4	16,3	69,3	2.195,8	644,6	140,8	93,1	410,7
Ago	3.439,8	486,0	108,1	178,1	199,8	2.296,1	16,5	69,7	2.209,9	657,7	141,8	94,1	421,8
Sep	3.456,4	476,4	109,3	177,9	189,2	2.306,0	16,8	70,2	2.219,0	674,0	145,5	95,6	432,8
Oct	3.475,1	479,8	110,1	178,8	190,8	2.324,9	16,6	71,1	2.237,3	670,4	142,9	95,3	432,1
Nov ^(p)	3.489,8	478,8	107,6	180,0	191,2	2.334,7	15,8	70,9	2.248,0	676,4	144,8	95,2	436,4
Operaciones													
2001	156,3	15,9	-0,3	3,6	12,6	125,2	0,3	-1,8	126,7	15,2	-2,0	3,0	14,2
2002	184,7	20,0	6,1	4,8	9,0	155,9	0,7	2,8	152,4	8,9	-1,9	1,8	8,9
2003 I	35,1	-5,0	6,2	-3,2	-8,1	36,8	-7,1	2,5	41,3	3,4	-6,6	-2,3	12,2
II	58,3	7,8	1,7	4,5	1,6	44,0	0,4	-0,2	43,7	6,5	2,8	-2,8	6,5
2003 Jul	24,0	2,8	-1,9	1,4	3,3	22,4	-0,2	0,8	21,6	-0,9	-3,9	0,1	2,8
Ago	11,4	-2,7	-1,6	-0,8	-0,6	14,8	0,2	0,4	13,6	0,5	-2,5	-0,4	3,0
Sep	18,4	3,0	2,2	1,2	-0,1	11,1	0,3	0,6	10,8	3,2	3,1	0,1	0,3
Oct	19,7	2,9	0,8	1,0	1,1	18,6	-0,2	0,9	18,0	-1,9	-2,5	-0,3	1,0
Nov ^(p)	15,9	-0,9	-2,5	1,3	0,4	9,7	-0,8	-0,2	11,0	6,4	2,1	-0,1	4,6
Tasas de crecimiento													
2001 Dic	5,2	3,3	-0,6	2,2	6,0	6,6	1,5	-2,8	7,0	2,4	-1,3	2,9	3,9
2002 Dic	5,9	4,0	5,9	2,8	4,0	7,7	2,9	4,6	7,9	1,4	-1,2	1,8	2,4
2003 Mar	5,8	3,2	17,0	0,3	-0,6	7,5	-29,5	9,2	7,9	2,5	-4,4	-0,3	6,2
Jun	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,4	7,3	-29,4	8,8	7,7	1,3	-6,9	-5,9	6,7
Sep ^(p)	5,8	2,3	12,1	2,3	-1,9	7,5	-30,5	11,6	7,8	2,7	-5,2	-2,9	7,4

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

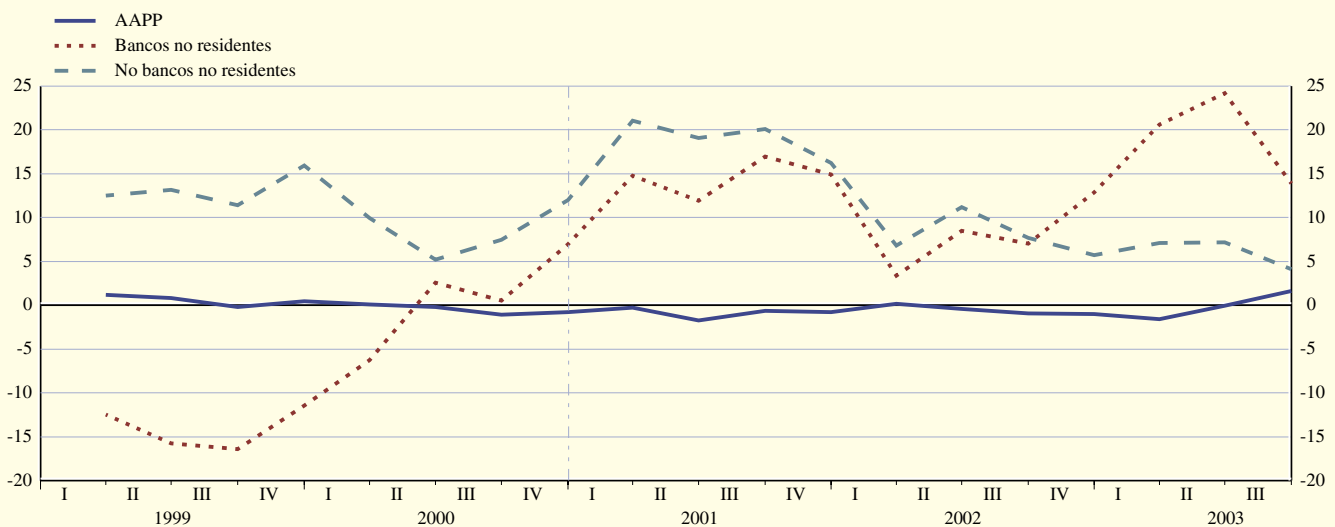
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2001	822,0	146,0	298,3	362,9	14,8	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	812,6	132,3	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 I	804,8	134,3	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
II	794,2	126,4	263,5	375,4	28,3	1.833,1	1.242,2	590,9	59,2	531,7
III ^(p)	797,5	128,4	262,3	375,8	30,4	1.740,7	1.160,9	579,9	59,1	520,7
Operaciones										
2001	-6,2	-18,3	1,1	9,9	1,3	224,8	140,1	84,6	4,3	80,3
2002	-8,3	-12,2	-21,1	19,9	4,9	169,3	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 I	-0,2	0,5	-10,2	4,8	4,1	66,8	43,8	22,9	-5,5	28,5
II	-8,2	-7,5	-3,8	-1,6	4,5	105,9	93,1	12,8	0,3	12,5
III ^(p)	3,4	2,1	-1,1	0,4	2,1	-87,4	-79,8	-7,6	-0,1	-7,5
Tasas de crecimiento										
2001 Dic	-0,8	-11,2	0,4	2,8	9,7	15,4	14,9	16,3	6,3	17,8
2002 Dic	-1,0	-8,4	-7,1	5,5	33,2	10,4	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Mar	-1,6	-13,9	-9,2	7,1	60,3	15,7	20,6	7,1	-13,9	9,9
Jun	0,0	-9,3	-6,3	5,3	57,4	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
Sep ^(p)	1,6	-3,5	-4,4	5,0	49,4	10,4	13,9	4,1	-11,5	6,1

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

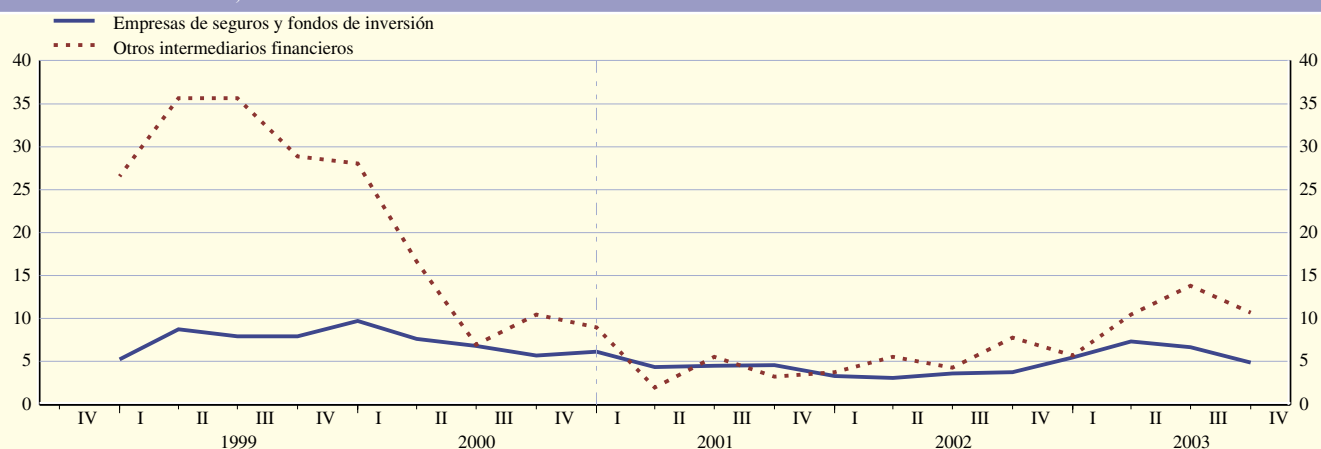
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2001	495,4	48,0	-	-	-	-	16,4	464,5	156,5	-	-	-	-	85,3
2002	522,8	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 I	535,5	59,6	39,2	414,7	3,0	0,6	18,3	526,0	165,4	133,1	119,6	8,1	0,1	99,6
II	537,5	62,1	38,1	412,1	2,6	0,3	22,3	545,3	176,6	131,3	129,8	9,5	0,1	98,0
2003 Jul	535,6	53,6	39,6	418,5	2,8	0,3	20,8	539,9	167,3	130,2	128,2	9,5	0,1	104,6
Ago	534,9	49,6	40,2	422,9	2,9	0,3	19,0	537,7	163,5	130,5	129,8	8,9	0,1	104,9
Sep	532,3	55,8	33,0	422,0	2,7	0,3	18,6	539,0	173,6	123,5	129,1	9,2	0,1	103,5
Oct	533,8	51,0	37,8	423,5	2,9	0,3	18,3	556,1	171,5	127,7	130,3	10,0	0,1	116,4
Nov ^(p)	533,1	50,5	36,5	423,6	2,8	0,3	19,3	561,4	172,7	129,0	133,4	9,7	0,1	116,5
Operaciones														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,3	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 I	12,3	3,9	-6,7	14,5	0,3	-0,1	0,5	41,8	13,4	7,9	18,9	1,7	0,0	11,0
II	2,3	2,7	-1,0	-2,9	-0,4	0,0	3,9	21,7	12,2	-1,1	10,8	1,5	0,0	-1,6
2003 Jul	-2,2	-8,5	1,4	6,1	0,2	0,0	-1,5	-5,3	-9,4	-1,1	-1,7	0,0	0,0	7,0
Ago	-2,0	-4,2	0,5	3,6	0,1	0,0	-2,0	-4,5	-4,9	0,1	0,7	-0,7	0,0	0,3
Sep	-2,3	6,2	-7,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,4	2,6	11,3	-7,6	0,0	0,4	0,0	-1,6
Oct	1,4	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,3	16,8	-2,2	4,1	1,2	0,8	0,0	13,0
Nov ^(p)	-0,5	-0,4	-1,2	0,1	-0,1	0,0	1,1	6,8	1,8	1,6	3,5	-0,2	0,0	0,1
Tasas de crecimiento														
2001 Dic	3,3	18,7	-	-	-	-	-5,1	3,7	2,3	-	-	-	-	14,0
2002 Dic	5,5	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Mar	7,3	36,1	-	-	-	-	3,3	10,5	5,6	-	-	-	-	17,7
Jun	6,7	29,0	-	-	-	-	17,4	13,8	9,1	-	-	-	-	16,3
Sep ^(p)	4,8	11,7	-	-	-	-	27,8	10,7	11,5	-	-	-	-	8,7

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

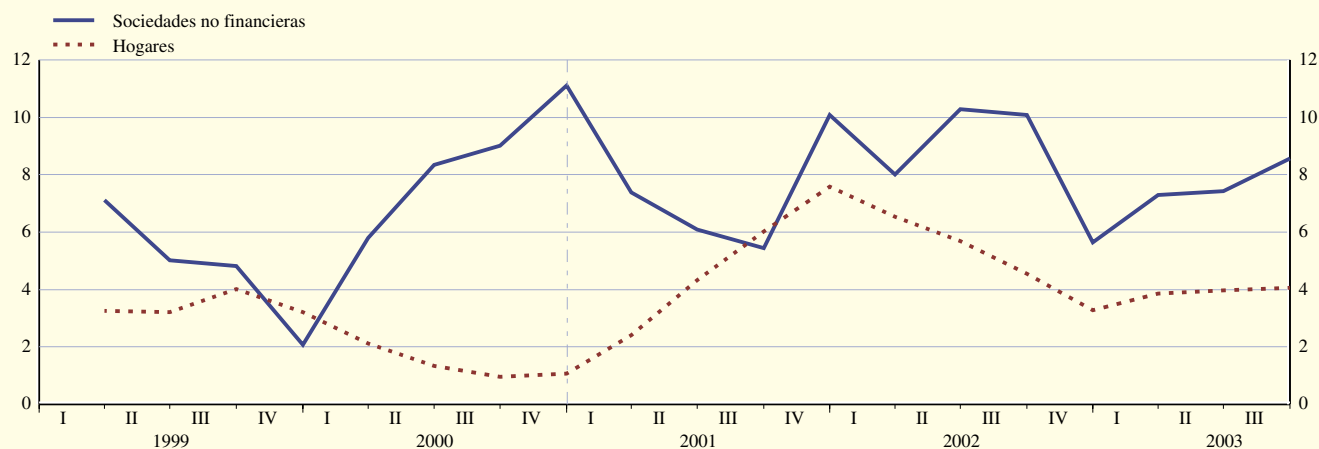
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2001	974,2	575,3	-	-	-	-	36,2	3.679,3	1.097,2	-	-	-	-	76,6
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003 I	960,4	560,2	271,0	61,8	34,0	1,1	32,3	3.834,3	1.182,1	580,2	586,7	1.316,0	98,6	70,6
II	1.001,1	593,8	279,1	61,0	36,0	1,4	29,8	3.867,6	1.222,9	562,8	585,5	1.341,4	93,0	61,9
2003 Jul	996,6	584,2	284,3	62,0	36,1	1,4	28,6	3.909,2	1.257,1	561,1	586,1	1.351,5	90,9	62,5
Ago	1.004,7	581,0	291,5	64,9	36,6	1,4	29,3	3.910,8	1.256,6	559,6	586,5	1.357,7	89,3	60,9
Sep	1.018,0	603,6	282,1	64,9	36,4	1,5	29,4	3.901,9	1.257,4	555,1	586,6	1.357,6	88,6	56,6
Oct	1.026,9	601,7	290,6	66,0	36,9	1,5	30,2	3.905,8	1.260,8	551,9	587,8	1.360,4	88,7	56,3
Nov ^(p)	1.043,4	616,7	289,0	69,5	37,6	1,5	29,2	3.928,4	1.283,5	547,6	587,7	1.364,8	88,9	55,9
Operaciones														
2001	89,9	69,6	-	-	-	-	7,4	258,5	139,7	-	-	-	-	7,0
2002	53,9	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,4	65,4	-	-	-	-	-1,9
2003 I	-27,1	-34,3	37,9	-44,3	4,5	0,3	-2,4	26,2	9,6	-42,4	25,3	40,3	-5,2	-4,1
II	43,4	34,7	9,2	-0,2	2,0	0,0	-2,4	35,0	41,1	-16,2	-1,2	25,5	-5,5	-8,7
2003 Jul	-5,3	-10,4	5,0	1,2	0,1	0,0	-1,2	9,1	2,7	-1,9	-0,1	10,0	-2,1	0,6
Ago	6,6	-3,9	6,4	2,7	0,5	0,0	0,9	0,2	-0,8	-2,5	0,4	6,1	-1,6	-1,6
Sep	17,8	24,3	-7,9	0,0	-0,1	0,1	1,4	-7,2	1,1	-3,7	0,4	0,0	-0,7	-4,4
Oct	8,5	-2,1	8,3	1,1	0,4	0,0	0,8	3,6	3,3	-3,4	1,1	2,7	0,1	-0,3
Nov ^(p)	18,4	15,8	-0,8	3,7	0,8	0,0	-1,0	23,6	22,9	-3,6	0,0	4,5	0,2	-0,4
Tasas de crecimiento														
2001 Dic	10,1	13,6	-	-	-	-	25,8	7,6	14,5	-	-	-	-	12,9
2002 Dic	5,6	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Mar	7,3	8,1	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
Jun	7,4	8,0	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
Sep ^(p)	8,6	8,7	-	-	-	-	-15,0	4,1	8,2	-	-	-	-	-27,8

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

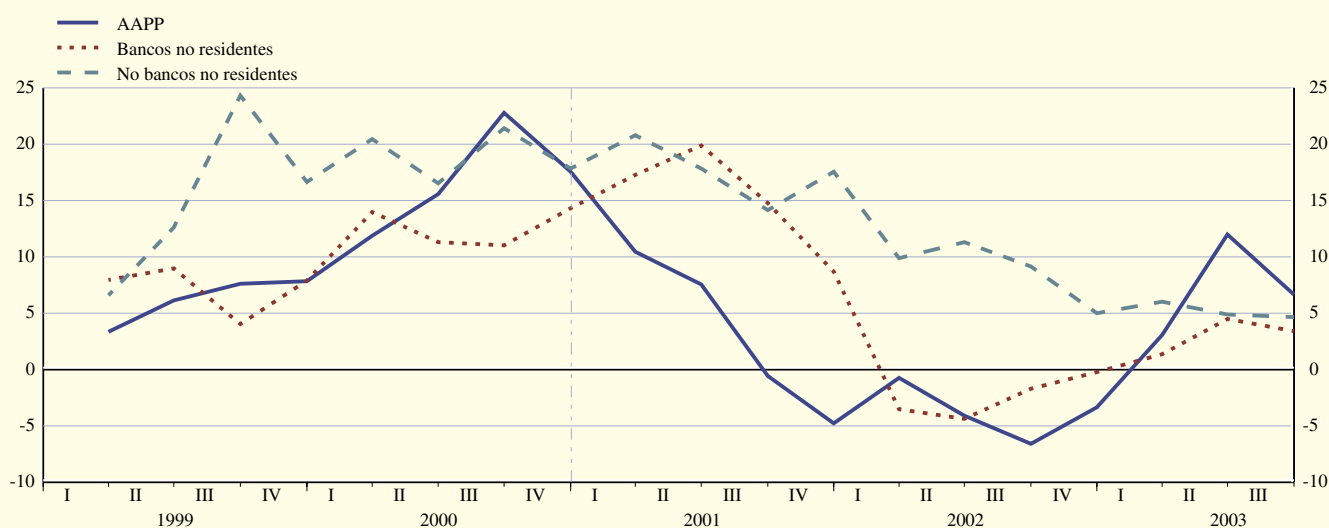
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 I	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,0	1.587,9	704,1	97,8	606,3
II	290,9	147,6	34,2	64,5	44,5	2.274,5	1.580,6	693,9	94,5	599,3
III ^(p)	264,0	128,8	32,2	64,3	38,7	2.257,0	1.556,9	700,1	93,5	606,7
Operaciones										
2001	-12,5	-14,1	-0,8	-0,2	2,6	234,5	130,6	103,9	10,2	93,6
2002	-8,4	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,3	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003 I	8,6	11,6	0,4	-3,7	0,4	61,6	30,2	31,4	0,5	31,0
II	26,9	22,1	2,2	-0,9	3,5	30,1	27,2	2,9	-3,3	6,2
III ^(p)	-23,4	-16,1	-2,0	-0,3	-5,0	-5,6	-13,3	7,8	-1,1	8,8
Tasas de crecimiento										
2001 Dic	-4,8	-12,0	-2,6	-0,3	5,3	11,1	8,7	17,6	12,2	18,5
2002 Dic	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Mar	3,1	13,0	3,7	2,1	-16,9	2,8	1,4	6,0	-0,1	7,0
Jun	12,0	29,9	0,4	-1,6	-3,0	4,6	4,5	4,9	-0,6	5,8
Sep ^(p)	6,6	18,8	-5,8	0,8	-5,4	3,8	3,4	4,7	-7,7	6,8

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

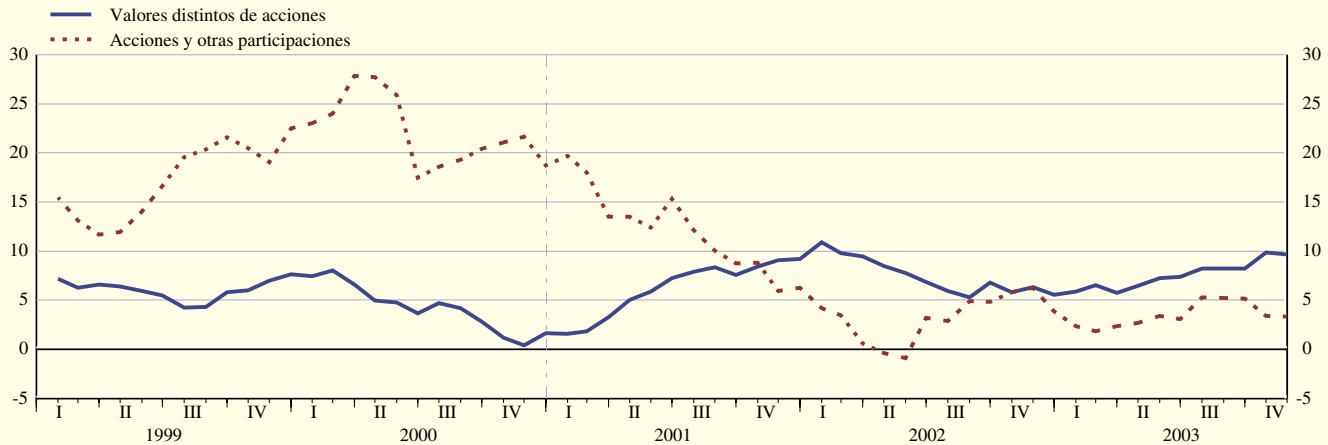
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2001	3.076,9	1.068,7	54,2	1.059,8	17,6	319,8	15,8	541,0	972,4	251,9	559,0	161,6
2002	3.228,2	1.122,2	48,2	1.119,4	15,5	349,5	16,7	556,6	1.004,9	263,3	564,3	177,3
2003 I	3.426,4	1.173,3	61,4	1.192,3	17,7	366,9	19,0	595,8	999,4	259,2	559,1	181,0
II	3.501,0	1.182,2	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
2003 Jul	3.536,9	1.198,9	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	624,9	1.062,4	274,0	609,6	178,9
Ago	3.541,6	1.198,8	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	635,8	1.070,1	274,5	612,6	183,0
Sep	3.551,3	1.198,6	58,0	1.244,2	16,7	391,3	19,2	623,3	1.061,4	273,1	608,9	179,4
Oct	3.593,0	1.205,3	59,3	1.258,0	16,2	398,2	19,2	636,7	1.063,3	275,2	606,0	182,0
Nov ^(p)	3.624,9	1.213,6	59,1	1.275,0	16,1	402,8	19,0	639,2	1.070,2	275,4	615,6	179,3
Operaciones												
2001	258,3	82,4	-4,1	13,1	-4,9	63,0	-0,1	108,9	57,0	10,3	29,6	17,0
2002	171,0	48,0	-0,9	41,0	-0,8	27,3	3,2	53,1	37,2	13,7	4,8	18,7
2003 I	131,2	41,8	4,0	36,1	1,5	16,4	0,2	31,2	-0,1	-3,0	0,7	2,3
II	87,3	16,1	-0,4	30,9	-0,7	13,9	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
2003 Jul	31,4	15,3	0,5	9,9	0,4	-3,2	0,8	7,6	3,9	3,3	-2,2	2,9
Ago	-8,1	0,3	-2,6	-6,7	-0,3	2,3	-0,4	-0,7	6,4	0,6	2,2	3,6
Sep	30,0	-0,1	0,4	19,1	0,3	6,7	0,5	3,1	-8,6	-1,5	-4,2	-2,8
Oct	44,5	7,8	0,8	18,1	-0,6	7,2	0,0	11,2	-1,9	1,2	-4,2	1,2
Nov ^(p)	38,8	7,8	1,0	11,9	0,4	4,6	0,3	12,7	5,1	-0,7	8,5	-2,7
Tasas de crecimiento												
2001 Dic	9,2	8,2	-7,1	1,2	-23,4	25,0	-0,4	25,4	6,3	4,2	5,7	12,0
2002 Dic	5,6	4,5	-2,5	3,9	-4,3	8,5	21,9	10,0	3,8	5,4	0,9	11,6
2003 Mar	5,7	4,3	-3,4	3,2	7,5	9,9	25,4	12,0	2,3	1,0	2,3	4,7
Jun	7,4	4,2	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,1	-0,1	5,8	-0,5
2003 Jul	8,2	5,8	-8,2	6,0	6,9	14,6	22,5	15,9	5,3	3,2	7,6	1,1
Ago	8,2	6,3	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	14,4	5,3	4,0	6,2	4,3
Sep	8,2	6,0	-8,0	6,4	8,4	15,3	18,4	13,7	5,2	3,5	6,4	3,8
Oct	9,8	6,6	4,3	8,4	5,4	16,6	11,1	16,1	3,4	3,2	3,7	2,8
Nov ^(p)	9,6	5,8	2,1	8,9	8,9	16,8	12,5	15,4	3,3	2,8	4,7	-0,3

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-
2002	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0	-	-	-
2003 I	-1,2	-0,6	-0,1	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,7	-1,2	-0,1	-1,5
II	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-1,3	-0,3	0,0	-0,9
2003 Jul	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
Ago	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Sep	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4
Oct	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4
Nov ^(p)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

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
2001	-10,6	-0,8	-5,4	-4,4	-0,4	-	-
2002	-9,2	-1,8	-2,7	-4,7	-6,7	-	-
2003 I	-7,5	-4,1	-0,6	-2,8	-0,1	0,0	-0,1
II	-2,3	-1,2	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
2003 Jul	-0,7	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Ago	-0,7	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Sep	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
Oct	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nov ^(p)	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	14,1	-0,6	0,2	9,8	0,1	5,9	0,1	-1,5	7,3	1,1	7,6	-1,3
2002	35,1	9,8	0,6	11,0	-0,1	5,1	0,2	4,4	-6,8	-4,7	0,8	-2,7
2003 I	6,4	-1,8	-0,1	10,3	0,0	-1,4	0,2	-0,9	-6,8	-1,1	-7,2	1,5
II	-0,3	-1,3	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,8	8,9	2,2	6,0	0,7
2003 Jul	-0,1	0,5	0,0	-0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	4,0	4,5	-1,2	0,7
Ago	-1,1	-0,3	0,2	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,4	1,4	-0,1	0,9	0,6
Sep	-0,9	0,0	-0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	0,0	0,5	-0,8
Oct	-3,4	-0,2	0,0	-3,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	3,7	0,9	1,5	1,4
Nov ^(p)	-1,6	0,4	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	-1,0	1,9	0,9	1,0	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						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														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,5	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.060,9	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 I	4.196,6	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
II	4.298,1	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.242,0	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
III ^(p)	4.312,3	91,0	9,0	5,6	0,5	1,4	0,9	6.255,2	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
De no residentes en la zona del euro														
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003 I	1.587,9	46,1	53,9	36,8	2,1	4,4	7,9	704,1	51,7	48,3	32,0	2,5	1,9	8,9
II	1.580,6	45,9	54,1	37,4	1,7	4,2	8,0	693,9	52,1	47,9	32,3	2,2	1,9	8,8
III ^(p)	1.556,9	46,4	53,6	35,8	1,7	4,1	9,0	700,1	52,8	47,2	30,5	2,4	2,2	9,1

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

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	
2001	3.030,2	85,1	14,9	8,2	2,2	1,4	2,2
2002	3.139,2	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 I	3.197,5	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
II	3.228,6	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
III ^(p)	3.264,1	85,3	14,7	8,2	1,6	1,7	2,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	Bancos ²⁾							No bancos						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4	
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003 I	4.074,2	-	-	-	-	-	7.658,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
II	4.143,2	-	-	-	-	-	7.737,8	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
III ^(p)	4.160,1	-	-	-	-	-	7.796,3	96,3	3,7	1,7	0,4	1,2	0,3	
A no residentes en la zona del euro														
2001	1.095,6	41,3	58,7	37,9	4,0	3,4	8,4	608,7	33,1	66,9	51,9	1,9	4,2	6,1
2002	1.146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003 I	1.173,0	50,6	49,4	30,6	4,3	2,7	8,6	594,0	38,2	61,8	46,7	1,9	4,6	5,6
II	1.242,2	50,8	49,2	30,8	4,8	2,4	7,9	590,9	39,3	60,7	46,2	1,5	4,2	5,7
III ^(p)	1.160,9	50,0	50,0	30,4	5,2	2,4	8,8	579,9	37,7	62,3	46,5	2,1	4,4	6,3

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2001	1.122,9	95,2	4,8	3,3	0,8	0,2	1,3	1.413,0	97,6	2,4	1,3	0,8	0,1	0,2
2002	1.170,4	95,9	4,1	2,1	0,6	0,2	2,0	1.501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003 I	1.234,7	95,0	5,0	1,7	0,6	0,2	1,0	1.595,9	97,7	2,3	1,3	0,6	0,1	0,2
II	1.241,7	95,2	4,8	1,7	0,6	0,3	1,0	1.644,5	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
III ^(p)	1.256,5	95,4	4,6	1,6	0,5	0,3	1,1	1.671,4	97,9	2,1	1,1	0,7	0,1	0,2
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2001	233,0	34,4	65,6	49,6	1,8	1,2	10,2	308,0	41,3	58,7	44,1	5,9	0,8	4,7
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003 I	256,6	39,8	60,2	36,3	3,7	3,4	12,0	339,2	43,2	56,8	36,5	9,1	0,7	5,9
II	259,1	42,2	57,8	34,4	3,4	2,5	13,6	355,4	44,2	55,8	35,4	8,5	0,7	6,0
III ^(p)	262,7	42,9	57,1	32,5	3,5	2,8	14,5	360,2	44,6	55,4	34,4	8,9	0,7	5,5

Fuente: BCE.

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

2) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término "bancos" 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 un año	Más de un año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 I	3.259,2	253,6	1.308,7	70,7	1.238,0	1.263,3	224,6	111,0	98,0
II	3.034,4	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,8
III	2.846,5	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	103,2
IV	2.862,3	242,0	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6
2003 I	2.748,9	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2
II ^(p)	2.955,5	232,5	1.382,2	67,0	1.315,2	878,2	223,7	120,7	118,0

2. Pasivo

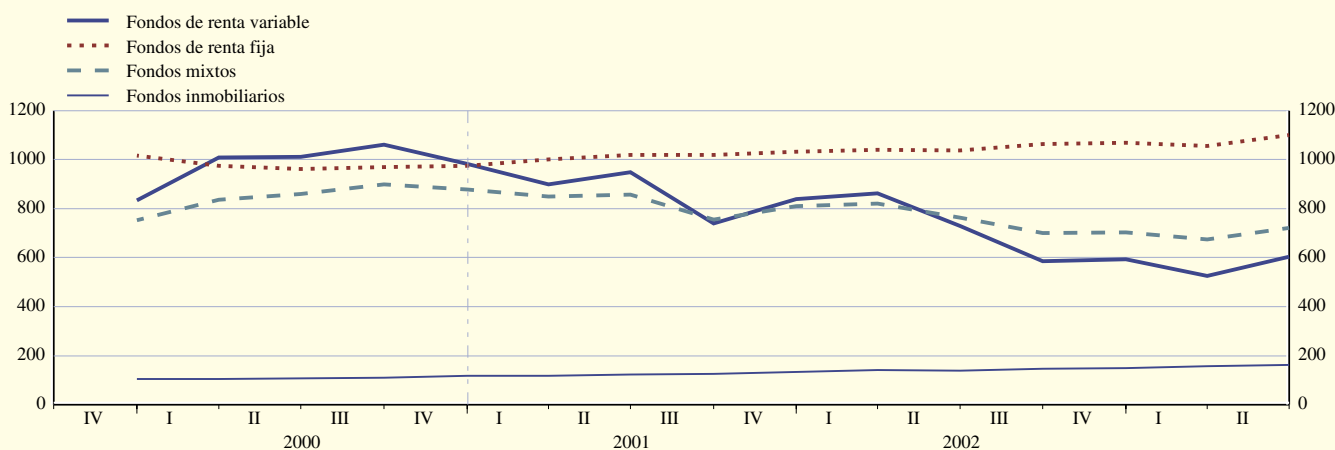
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2002 I	3.259,2	42,6	3.137,7	78,8
II	3.034,4	39,1	2.919,8	75,5
III	2.846,5	38,9	2.732,3	75,3
IV	2.862,3	40,2	2.745,2	76,9
2003 I	2.748,9	41,1	2.629,4	78,5
II ^(p)	2.955,5	41,8	2.821,8	91,8

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

	Total	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos inversores especiales
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 I	3.259,2	862,4	1.039,3	820,3	142,3	394,8	2.464,2	794,9
II	3.034,4	728,7	1.037,0	762,6	139,2	366,9	2.262,4	772,0
III	2.846,5	585,2	1.063,2	699,9	145,6	352,6	2.092,3	754,2
IV	2.862,3	593,9	1.068,2	701,6	149,4	349,2	2.089,5	772,9
2003 I	2.748,9	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4
II ^(p)	2.955,5	603,3	1.099,5	720,7	161,5	370,5	2.140,2	815,3

C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2002 I	862,4	39,3	28,7	2,9	25,8	759,1	20,6	-	14,7
II	728,7	34,0	27,4	4,0	23,4	630,0	22,2	-	15,0
III	585,2	29,0	26,5	3,7	22,8	496,5	19,1	-	14,1
IV	593,9	26,6	28,0	3,1	24,9	506,0	18,4	-	14,9
2003 I	525,9	24,5	30,3	2,8	27,5	438,6	16,5	-	16,1
II ^(p)	603,3	27,9	31,6	2,9	28,8	506,4	18,5	-	18,9
Fondos de renta fija									
2002 I	1.039,3	77,9	874,0	37,3	836,7	42,9	11,5	-	33,0
II	1.037,0	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	-	34,9
III	1.063,2	78,3	902,1	37,2	865,0	32,6	11,6	-	38,5
IV	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 I	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
II ^(p)	1.099,5	82,4	928,2	33,0	895,2	31,1	20,9	-	36,9
Fondos mixtos									
2002 I	820,3	52,6	283,8	18,1	265,7	357,0	100,3	2,3	24,4
II	762,6	54,2	286,9	20,6	266,3	298,8	94,6	2,1	26,0
III	699,9	53,0	291,7	21,3	270,4	234,3	88,1	5,2	27,7
IV	701,6	53,9	295,0	21,3	273,7	232,9	87,7	3,4	28,6
2003 I	675,3	50,4	300,7	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
II ^(p)	720,7	49,4	311,8	20,9	290,9	237,0	91,9	0,3	30,3
Fondos inmobiliarios									
2002 I	142,3	11,5	12,9	0,6	12,3	1,1	2,1	108,3	6,4
II	139,2	13,5	9,8	0,6	9,2	0,9	3,9	105,1	6,0
III	145,6	13,3	10,7	0,6	10,1	0,8	5,1	109,5	6,2
IV	149,4	10,9	9,5	0,5	8,9	0,7	7,0	114,5	6,9
2003 I	155,9	14,7	8,3	0,5	7,7	0,7	8,6	117,1	6,6
II ^(p)	161,5	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2002 I	2.464,2	213,3	921,8	984,8	176,8	100,6	66,9
II	2.262,4	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,3
III	2.092,3	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,5
IV	2.089,5	190,8	904,8	663,2	153,1	107,7	69,8
2003 I	1.977,5	165,5	882,6	599,9	155,1	103,2	71,2
II ^(p)	2.140,2	181,5	912,6	691,5	168,3	104,3	82,0
Fondos de inversiones especiales							
2002 I	794,9	40,3	386,9	278,4	47,8	10,3	31,2
II	772,0	43,6	396,9	237,7	48,5	11,9	33,5
III	754,2	48,8	419,8	190,3	47,5	13,1	34,7
IV	772,9	51,2	430,3	190,0	49,9	14,7	36,8
2003 I	771,4	51,6	449,2	167,4	50,7	15,4	37,1
II ^(p)	815,3	51,0	469,6	186,7	55,4	16,5	36,0

Fuente: BCE.

3

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

3.1 Principales activos financieros de los sectores no financieros

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

	Total		Efectivo y depósitos							Depósitos de la Admin. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM ¹⁾	Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Cesiones temporales				
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso		8			
			3	4	5	6	7	9	10	11		
Saldos vivos												
2002 I	15.126,6	5.346,2	236,7	4.774,3	1.692,3	1.604,8	1.358,1	119,1	157,5	177,6	301,7	
II	14.796,3	5.422,5	261,2	4.827,6	1.759,9	1.593,8	1.356,2	117,6	155,0	178,7	278,1	
III	14.331,5	5.433,0	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	180,8	289,0	
IV	14.605,9	5.590,5	309,2	4.951,6	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	193,3	293,2	
2003 I	14.588,5	5.635,1	295,2	4.948,2	1.816,7	1.572,4	1.453,0	106,1	176,2	215,4	323,7	
II	15.049,2	5.751,3	319,1	5.029,7	1.899,2	1.560,8	1.475,1	94,7	200,3	202,2	329,6	
Operaciones												
2002 I	168,8	-6,8	8,5	-40,2	-53,2	-4,1	14,8	2,3	19,0	6,0	2,7	
II	168,5	96,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	1,1	-10,0	
III	155,9	7,4	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	2,1	9,1	
IV	185,3	167,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	12,5	10,1	
2003 I	174,6	41,6	7,7	-3,3	-28,4	-10,6	41,5	-5,7	32,8	4,4	32,1	
II	228,4	136,3	23,8	85,9	84,0	-8,6	22,0	-11,4	24,1	2,4	11,4	
Tasas de crecimiento												
2002 I	4,7	4,7	-26,2	6,7	13,3	0,3	7,0	5,8	5,1	12,9	9,0	
II	4,6	4,6	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	12,9	3,3	
III	4,9	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	13,6	5,3	
IV	4,5	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	12,6	4,0	
2003 I	4,5	5,8	33,9	4,3	7,4	-0,3	7,2	-10,6	5,1	11,3	13,7	
II	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	11,9	22,5	

	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 reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Saldos vivos										
2002 I	1.935,6	266,8	1.668,9	4.442,6	2.590,3	1.852,2	290,6	3.402,2	3.070,9	331,4
II	1.933,2	224,7	1.708,5	4.018,3	2.266,1	1.752,3	292,8	3.422,3	3.087,3	335,0
III	2.023,3	251,2	1.772,0	3.426,6	1.713,6	1.713,0	309,3	3.448,7	3.111,0	337,7
IV	2.023,4	244,9	1.778,4	3.472,7	1.782,0	1.690,7	303,6	3.519,3	3.175,3	344,0
2003 I	2.037,9	243,5	1.794,4	3.339,3	1.625,3	1.713,9	381,9	3.576,3	3.228,0	348,3
II	2.006,6	221,5	1.785,1	3.644,1	1.841,2	1.802,8	387,3	3.647,2	3.296,0	351,2
Operaciones										
2002 I	67,7	36,1	31,6	43,8	1,5	42,3	26,5	64,1	55,3	8,8
II	-11,2	-42,4	31,1	33,7	19,6	14,1	-1,6	49,7	45,7	3,9
III	46,1	27,5	18,6	54,9	30,9	24,0	13,7	47,4	43,5	3,9
IV	-18,9	-15,6	-3,2	-21,4	-21,8	0,4	-8,4	58,2	56,6	1,6
2003 I	-1,8	-4,5	2,8	71,4	10,5	60,9	29,1	63,3	57,8	5,5
II	-33,0	-22,1	-10,9	71,5	38,7	32,9	3,3	53,6	48,9	4,7
Tasas de crecimiento										
2002 I	5,4	-7,7	7,8	2,8	1,2	5,4	21,0	6,9	7,0	6,3
II	4,9	-12,0	7,5	2,8	0,9	5,7	18,1	6,7	6,7	6,3
III	5,8	1,3	6,4	3,3	1,4	5,9	16,5	6,6	6,7	5,9
IV	4,4	2,4	4,7	2,5	1,2	4,4	11,7	6,5	6,6	5,6
2003 I	0,7	-13,1	3,0	3,1	1,5	5,4	11,3	6,4	6,6	4,5
II	-0,4	-6,5	0,4	4,4	2,6	6,7	12,9	6,5	6,7	4,7

Fuente: BCE.

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

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a												Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
	Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2002 I	16.226,0	7.810,2	6.960,5	901,5	53,4	848,2	3.501,2	1.222,0	2.279,3	3.407,4	277,2	3.130,2	279,4
II	15.909,0	7.904,2	7.017,6	874,7	53,4	821,3	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3
III	15.349,5	7.949,2	7.053,0	867,0	54,7	812,3	3.553,7	1.188,7	2.365,0	3.528,4	283,8	3.244,6	241,7
IV	15.591,9	8.061,1	7.131,4	880,0	60,6	819,4	3.593,8	1.172,5	2.421,2	3.587,4	286,5	3.300,9	242,6
2003 I	15.555,7	8.113,2	7.170,0	871,6	68,3	803,3	3.622,5	1.188,7	2.433,8	3.619,2	276,4	3.342,7	256,9
II	16.112,2	8.214,8	7.238,5	859,1	69,6	789,5	3.669,6	1.212,6	2.457,0	3.686,2	280,8	3.405,4	254,1
Operaciones													
2002 I	181,2	59,7	61,9	0,9	3,4	-2,5	19,8	-7,1	26,9	39,0	-4,9	43,9	9,7
II	186,4	113,2	83,0	-25,3	0,1	-25,4	63,8	-3,8	67,5	74,8	10,7	64,1	-18,0
III	110,3	42,9	34,3	-8,0	1,3	-9,2	2,3	-17,7	20,0	48,5	-3,9	52,4	-7,1
IV	141,8	122,2	95,5	13,4	5,9	7,6	46,1	-11,1	57,3	62,6	3,6	59,0	7,5
2003 I	246,7	81,6	66,2	-0,6	8,0	-8,6	42,5	15,7	26,8	39,7	-7,7	47,4	6,6
II	239,1	116,2	85,3	-10,3	3,3	-13,6	55,9	29,6	26,3	70,5	5,0	65,6	2,4
Tasas de crecimiento													
2002 I	4,5	5,0	4,5	0,4	26,3	-0,9	5,5	-1,9	10,0	5,8	-0,6	6,4	3,6
II	4,2	5,0	4,4	-0,6	26,7	-2,0	5,3	-3,7	10,6	6,3	1,0	6,8	-9,1
III	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,9	8,0	6,5	1,2	7,0	-4,5
IV	3,9	4,4	4,0	-2,1	21,2	-3,5	3,8	-3,2	7,6	6,7	1,9	7,1	-2,9
2003 I	4,2	4,6	4,0	-2,3	28,6	-4,2	4,4	-1,4	7,5	6,6	1,0	7,1	-3,9
II	4,6	4,6	4,0	-0,6	34,5	-2,9	4,1	1,4	5,6	6,4	-1,1	7,0	3,8

	Valores distintos de acciones emitidos por							Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras
	Administraciones Públicas			Sociedades no financieras						
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Saldos vivos										
2002 I	4.433,3	3.907,8	446,6	3.461,2	525,5	144,7	380,8	3.551,9	174,6	256,0
II	4.529,8	4.008,8	481,6	3.527,2	521,0	130,0	391,0	3.040,1	175,7	259,3
III	4.666,4	4.130,6	479,9	3.650,7	535,9	137,0	398,8	2.293,2	177,6	263,1
IV	4.677,0	4.134,7	480,0	3.654,7	542,3	143,8	398,5	2.398,1	190,1	265,7
2003 I	4.836,3	4.265,7	529,9	3.735,8	570,5	165,9	404,6	2.124,7	212,4	269,1
II	4.957,1	4.364,6	563,6	3.800,9	592,5	163,5	429,0	2.466,1	201,6	272,5
Operaciones										
2002 I	102,9	94,1	21,7	72,4	8,9	5,2	3,7	9,3	6,0	3,3
II	61,3	62,1	33,9	28,2	-0,8	-14,5	13,7	7,5	1,1	3,3
III	56,2	46,2	-0,9	47,1	10,0	7,1	2,9	5,5	1,9	3,8
IV	3,0	-0,6	-8,4	7,8	3,6	6,7	-3,1	1,7	12,4	2,5
2003 I	157,4	128,8	50,0	78,8	28,6	22,1	6,6	-0,2	4,6	3,4
II	101,0	82,0	33,8	48,1	19,0	-2,3	21,3	16,2	2,4	3,4
Tasas de crecimiento										
2002 I	5,8	4,6	4,5	4,6	16,2	27,2	12,5	1,7	12,9	4,6
II	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,6	11,8	0,9	13,2	4,7
III	5,2	5,0	7,3	4,7	7,1	-2,1	10,7	1,2	13,6	4,9
IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,2	3,2	4,5	0,7	12,7	5,2
2003 I	6,3	6,0	16,7	4,7	7,9	14,8	5,3	0,4	11,5	5,1
II	7,0	6,4	15,5	5,2	11,7	25,8	7,1	0,8	12,1	5,1

Fuente: BCE.

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

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

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

Principales activos financieros

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro				Préstamos			Valores distintos de acciones			
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2002 I	3.554,3	498,6	43,9	433,0	4,0	17,7	325,2	59,5	265,7	1.251,6	52,5	1.199,1
II	3.438,1	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.241,9	40,5	1.201,4
III	3.363,4	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.301,3	51,5	1.249,9
IV	3.460,2	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.345,4	54,1	1.291,3
2003 I	3.480,2	535,6	59,6	454,0	3,7	18,3	342,5	71,8	270,8	1.397,3	63,7	1.333,6
II	3.621,3	537,6	62,1	450,2	3,0	22,3	346,0	72,9	273,1	1.424,7	58,9	1.365,9
Operaciones												
2002 I	95,8	3,0	-4,2	5,3	0,5	1,3	3,2	1,2	2,0	53,8	8,1	45,7
II	22,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,9	-12,3	5,4
III	55,0	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	39,0	9,7	29,3
IV	67,7	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	33,0	2,2	30,7
2003 I	93,4	12,3	3,9	7,8	0,2	0,5	8,8	3,8	5,0	56,7	10,5	46,2
II	40,8	2,3	2,7	-3,9	-0,4	3,9	6,6	3,7	2,9	14,3	-5,0	19,3
Tasas de crecimiento												
2002 I	8,1	3,1	15,5	2,3	13,6	-5,8	3,9	11,9	2,3	10,6	27,2	10,0
II	7,1	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,3	-28,6	9,1
III	7,8	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	9,6	-2,6	10,2
IV	7,1	5,5	16,3	4,2	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,0	17,4	9,7
2003 I	6,7	7,3	36,2	4,7	-8,0	3,3	5,7	20,2	2,4	9,7	19,3	9,3
II	7,5	6,7	28,9	3,9	-10,8	17,4	5,9	17,5	3,0	11,5	43,1	10,4

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				Total	De IFM de la zona del euro			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
			Particip. en fondos del mercado monetario	Particip. en fondos de inversión										Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones
	13	14	15	16			17	18			19	20	21	22	23	24	25
Saldos vivos													
2002 I	1.382,7	765,7	617,0	47,5	96,3	3.554,3	52,5	38,9	10,4	257,0	3.234,4	2.742,5	491,9
II	1.263,3	672,4	590,9	50,1	97,2	3.545,4	55,9	42,5	10,7	226,5	3.252,3	2.754,8	497,5
III	1.123,0	562,7	560,3	48,7	98,5	3.472,7	56,4	42,1	10,8	127,2	3.278,4	2.774,8	503,5
IV	1.155,7	583,8	571,9	55,2	99,4	3.508,9	43,4	33,0	10,9	113,3	3.341,3	2.835,3	506,1
2003 I	1.103,8	534,5	569,3	57,1	101,0	3.572,0	55,8	42,4	11,1	103,3	3.401,8	2.889,0	512,8
II	1.210,6	604,6	606,1	61,6	102,5	3.678,0	58,1	44,8	11,3	136,5	3.472,0	2.954,0	518,1
Operaciones													
2002 I	31,4	16,1	15,3	1,6	4,3	69,7	3,7	3,9	0,2	0,2	65,6	50,5	15,1
II	17,9	5,4	12,4	2,5	1,0	50,5	2,9	3,3	0,4	0,2	47,1	41,7	5,4
III	11,1	7,6	3,4	-1,4	1,3	43,0	-2,0	-2,5	0,1	0,0	44,9	39,0	5,9
IV	14,2	-3,5	17,7	6,5	0,9	44,5	-11,5	-9,2	0,1	0,5	55,4	53,0	2,5
2003 I	14,0	1,8	12,2	1,9	1,6	79,5	14,2	11,3	0,0	0,2	65,0	57,1	8,0
II	16,3	1,6	14,6	4,4	1,4	58,7	2,5	2,6	0,2	2,7	53,3	46,4	7,0
Tasas de crecimiento													
2002 I	8,0	7,7	8,3	4,8	19,5	7,0	4,3	7,5	19,1	1,2	7,6	7,3	9,3
II	8,0	6,7	9,7	7,3	19,3	6,9	9,4	17,3	15,3	1,6	7,3	7,0	9,6
III	7,8	5,7	10,3	6,0	18,2	6,7	2,3	5,9	14,2	0,4	7,2	6,9	9,3
IV	5,7	3,6	8,1	20,2	8,1	5,9	-14,4	-12,6	8,1	0,4	6,6	6,7	6,1
2003 I	4,1	1,5	7,4	20,2	4,9	6,1	6,7	7,5	5,8	0,4	6,6	7,0	4,4
II	4,4	1,1	8,1	22,9	5,4	6,4	5,6	5,0	4,3	1,5	6,7	7,1	4,7

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	340,4	1.122,4	-783,9	1,6	0,4	1.730,1	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	49,7
1997	353,0	1.139,3	-797,1	10,7	0,0	1.912,7	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	28,7
1998	412,4	1.203,5	-823,6	32,3	0,2	2.398,9	11,0	422,7	357,6	522,9	844,7	215,9	24,1
1999	449,6	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,3	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,3
2000	487,8	1.391,2	-913,1	26,4	-16,6	2.801,7	1,3	349,6	267,9	809,1	1.126,4	252,9	-5,5
2001	465,8	1.444,8	-973,6	-7,3	1,9	2.580,5	-0,5	575,8	430,2	730,3	630,8	243,1	-29,3
2002	409,1	1.429,3	-1.011,4	-10,1	1,2	2.154,8	0,9	581,3	329,8	519,1	485,1	227,0	11,6

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,6	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,7	648,4	323,0	482,4	649,3	221,5
1999	498,3	1.352,0	-863,7	10,0	3.013,7	929,1	502,9	759,7	557,5	264,5
2000	514,8	1.419,4	-913,1	8,5	2.774,6	532,3	415,9	851,1	722,3	253,0
2001	483,5	1.449,4	-973,6	7,7	2.562,7	661,4	492,3	608,3	550,1	250,7
2002	497,8	1.496,5	-1.011,4	12,7	2.066,1	528,9	451,9	467,8	376,4	241,1

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	132,2	567,3	-437,3	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	120,1	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	151,8	592,0	-451,9	239,6	25,3	-13,0	46,3	97,0	106,5	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	195,3	635,2	-469,1	424,5	45,7	-9,9	96,3	203,1	149,2	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	213,6	684,2	-489,0	604,4	26,9	88,9	169,1	299,1	109,0	548,0	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,4	748,6	-521,5	831,6	71,8	88,8	193,0	457,7	86,2	561,3	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	215,8	771,8	-554,5	626,9	101,2	40,1	142,1	246,5	85,1	581,2	757,5	102,4	324,0	319,6
2002	180,6	758,5	-574,4	368,2	19,2	15,6	46,7	264,7	123,0	630,1	425,8	21,7	204,9	185,4

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,2	384,7	-217,5	437,9	146,2	25,1	93,0	189,0	444,7	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,6	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,2	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	175,9	389,8	-218,0	443,5	96,3	-118,6	288,0	210,7	406,7	594,5	212,6	211,3	3.925,3	15,1
1999	187,7	418,9	-233,6	471,5	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,6	582,5	267,6	266,1	4.089,0	14,2
2000	196,5	442,7	-242,8	419,3	65,6	42,0	114,1	247,0	393,9	597,3	221,8	220,1	4.277,8	14,0
2001	190,7	457,7	-264,0	402,2	175,3	86,6	59,4	223,7	423,4	653,8	169,4	167,5	4.576,4	14,3
2002	180,8	462,8	-276,7	488,2	219,7	66,1	-4,2	214,2	458,2	706,4	210,8	208,6	4.741,3	14,9

Fuente: BCE.

- Incluidas las adquisiciones netas de objetos valiosos.
- Excluidos los derivados financieros.
- Derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago o de cobro y discrepancias estadísticas.
- Derivadas del ahorro y de las transferencias netas de capital a cobrar, tras la deducción por consumo de capital fijo (-).
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Ahorro bruto en porcentaje de la renta disponible.

MERCADOS FINANCIEROS

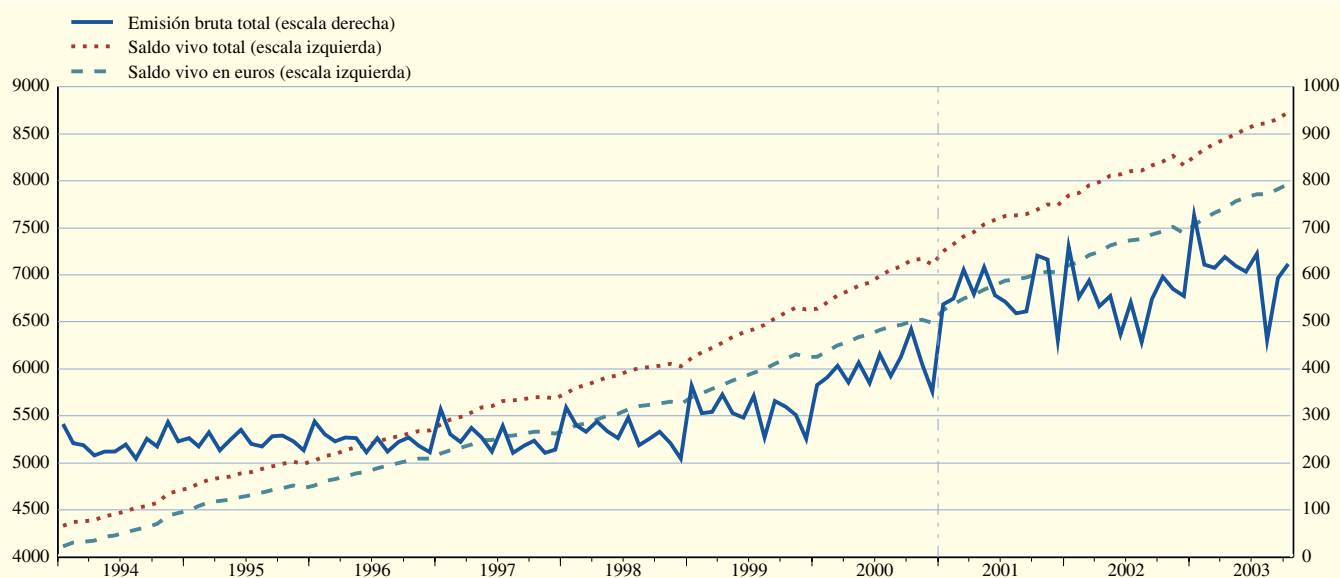
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(mm de euros salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; 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												
2002 Oct	8.490,9	581,1	563,3	17,8	8.205,3	595,5	552,8	42,7	90,9	92,5	93,9	31,9
Nov	8.544,1	562,0	509,0	53,0	8.263,7	569,5	510,4	59,1	90,9	93,7	94,0	53,8
Dic	8.493,8	566,5	614,7	-48,2	8.166,9	555,4	631,4	-76,0	91,1	94,4	93,9	-68,8
2003 Ene	8.578,7	717,0	631,8	85,2	8.256,8	726,7	624,3	102,5	91,2	93,1	94,5	86,9
Feb	8.661,0	627,2	545,2	82,1	8.336,5	622,3	542,1	80,2	91,1	93,3	94,7	67,3
Mar	8.764,5	641,8	538,5	103,3	8.398,3	614,7	547,1	67,5	91,2	94,3	94,9	60,5
Abr	8.806,2	635,9	593,9	42,0	8.441,2	638,3	582,4	56,0	91,3	94,3	94,2	53,0
May	8.899,6	624,5	530,3	94,1	8.499,0	618,8	537,6	81,2	91,6	93,4	93,6	74,5
Jun	8.981,4	636,8	555,4	81,5	8.553,5	606,1	563,9	42,3	91,5	93,8	94,0	38,5
Jul	9.013,5	648,6	616,9	31,7	8.600,8	644,6	602,0	42,7	91,3	93,1	94,4	32,3
Ago	9.017,7	470,4	466,7	3,7	8.612,7	461,4	464,8	-3,5	91,2	94,0	92,7	2,7
Sep	9.109,2	615,8	523,4	92,4	8.657,7	593,6	529,2	64,4	91,4	93,4	94,3	55,5
Oct	.	.	.	.	8.728,0	622,7	558,1	64,6	91,3	93,8	94,9	54,8
Largo plazo												
2002 Oct	7.718,2	120,6	97,1	23,5	7.396,6	125,6	94,8	30,7	91,1	85,5	88,6	23,4
Nov	7.748,9	133,1	102,4	30,7	7.430,5	133,1	96,5	36,6	91,1	89,7	93,5	29,1
Dic	7.729,3	155,2	173,6	-18,4	7.380,6	148,6	179,3	-30,7	91,4	92,2	90,8	-25,9
2003 Ene	7.777,8	180,4	132,6	47,9	7.413,4	179,9	134,8	45,1	91,4	87,1	93,0	31,3
Feb	7.829,4	172,5	121,6	50,9	7.467,9	164,8	112,6	52,2	91,3	88,6	92,3	42,0
Mar	7.899,6	175,2	105,4	69,9	7.520,0	162,4	106,1	56,3	91,3	90,2	90,3	50,7
Abr	7.940,0	165,3	125,3	40,0	7.546,2	160,6	125,2	35,3	91,4	90,8	92,6	29,9
May	8.026,7	186,7	100,0	86,7	7.598,6	174,7	101,0	73,6	91,7	92,2	90,6	69,5
Jun	8.097,5	185,3	115,1	70,3	7.673,1	170,8	108,6	62,2	91,5	91,0	92,2	55,2
Jul	8.149,2	197,6	146,7	51,0	7.721,3	184,9	141,0	43,9	91,4	88,1	95,0	29,0
Ago	8.160,3	86,4	76,7	9,7	7.746,5	79,0	71,0	7,9	91,2	88,0	90,2	5,4
Sep	8.238,2	180,0	101,5	78,6	7.798,7	172,4	101,2	71,2	91,4	91,6	90,3	66,6
Oct	.	.	.	.	7.847,7	162,2	118,0	44,3	91,3	92,1	94,6	37,9

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

(mm de euros)



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

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

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

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

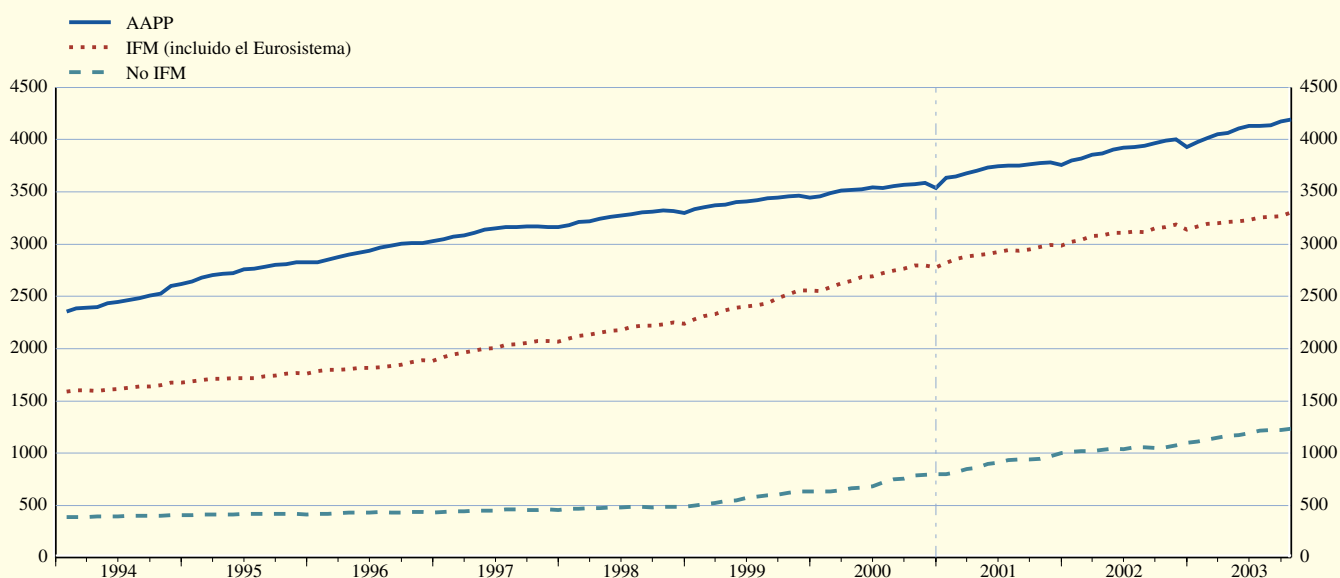
1. Saldos vivos

(fin de período)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Admón. Central	Otras AAPP			Inst. financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Admón. Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2002 Oct	8.205,3	3.161,6	518,0	536,7	3.813,2	175,8	90,9	85,6	80,2	86,9	97,1	95,6
Nov	8.263,7	3.187,8	530,7	541,0	3.827,0	177,2	90,9	85,5	80,9	87,1	97,2	95,7
Dic	8.166,9	3.139,4	560,3	536,3	3.751,9	179,0	91,1	85,6	83,1	87,3	97,3	95,8
2003 Ene	8.256,8	3.171,4	559,4	549,0	3.794,4	182,6	91,2	85,6	83,7	87,8	97,2	95,8
Feb	8.336,5	3.191,8	572,4	557,3	3.826,1	188,9	91,1	85,5	83,6	87,8	97,1	95,9
Mar	8.398,3	3.201,6	581,0	566,6	3.857,4	191,7	91,2	85,5	84,0	88,3	97,2	96,0
Abr	8.441,2	3.213,1	593,7	571,4	3.867,2	195,7	91,3	85,6	84,7	88,4	97,3	95,7
May	8.499,0	3.215,7	594,3	579,6	3.910,7	198,6	91,6	85,9	85,3	88,8	97,4	95,7
Jun	8.553,5	3.229,8	611,3	581,4	3.928,0	203,0	91,5	85,7	85,4	88,8	97,3	95,7
Jul	8.600,8	3.257,7	629,8	583,7	3.925,1	204,5	91,3	85,6	85,3	88,6	97,3	95,5
Ago	8.612,7	3.258,4	632,9	586,5	3.930,6	204,3	91,2	85,5	85,0	88,5	97,2	95,4
Sep	8.657,7	3.264,7	641,1	578,0	3.965,0	209,0	91,4	85,4	86,0	88,7	97,4	95,5
Oct	8.728,0	3.306,4	650,9	581,1	3.977,0	212,5	91,3	85,2	86,3	88,6	97,4	95,5
Largo plazo												
2002 Oct	7.396,6	2.798,3	510,9	443,5	3.471,6	172,3	91,1	86,6	79,9	85,2	97,0	95,8
Nov	7.430,5	2.802,8	523,1	446,6	3.484,3	173,7	91,1	86,3	80,6	85,4	97,0	95,9
Dic	7.380,6	2.778,6	553,0	446,1	3.427,6	175,3	91,4	86,6	82,9	85,8	97,1	96,0
2003 Ene	7.413,4	2.778,3	552,2	451,7	3.451,9	179,4	91,4	86,4	83,5	86,2	97,1	96,1
Feb	7.467,9	2.794,2	563,7	456,0	3.468,8	185,2	91,3	86,3	83,4	86,2	97,0	96,0
Mar	7.520,0	2.808,0	571,9	463,0	3.488,9	188,1	91,3	86,2	83,8	86,8	97,0	96,1
Abr	7.546,2	2.817,5	585,1	467,0	3.484,7	192,0	91,4	86,2	84,5	87,0	97,2	95,8
May	7.598,6	2.824,1	585,9	472,9	3.521,2	194,6	91,7	86,6	85,1	87,3	97,3	95,9
Jun	7.673,1	2.850,1	602,6	480,5	3.540,9	199,0	91,5	86,2	85,2	87,5	97,2	95,9
Jul	7.721,3	2.880,5	621,0	482,7	3.537,0	200,0	91,4	86,0	85,1	87,3	97,2	95,7
Ago	7.746,5	2.896,4	624,2	485,3	3.540,2	200,4	91,2	85,7	84,8	87,2	97,1	95,5
Sep	7.798,7	2.908,0	633,0	480,7	3.571,5	205,5	91,4	85,7	85,9	87,5	97,2	95,7
Oct	7.847,7	2.940,6	642,9	481,7	3.573,3	209,1	91,3	85,5	86,2	87,4	97,3	95,7

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

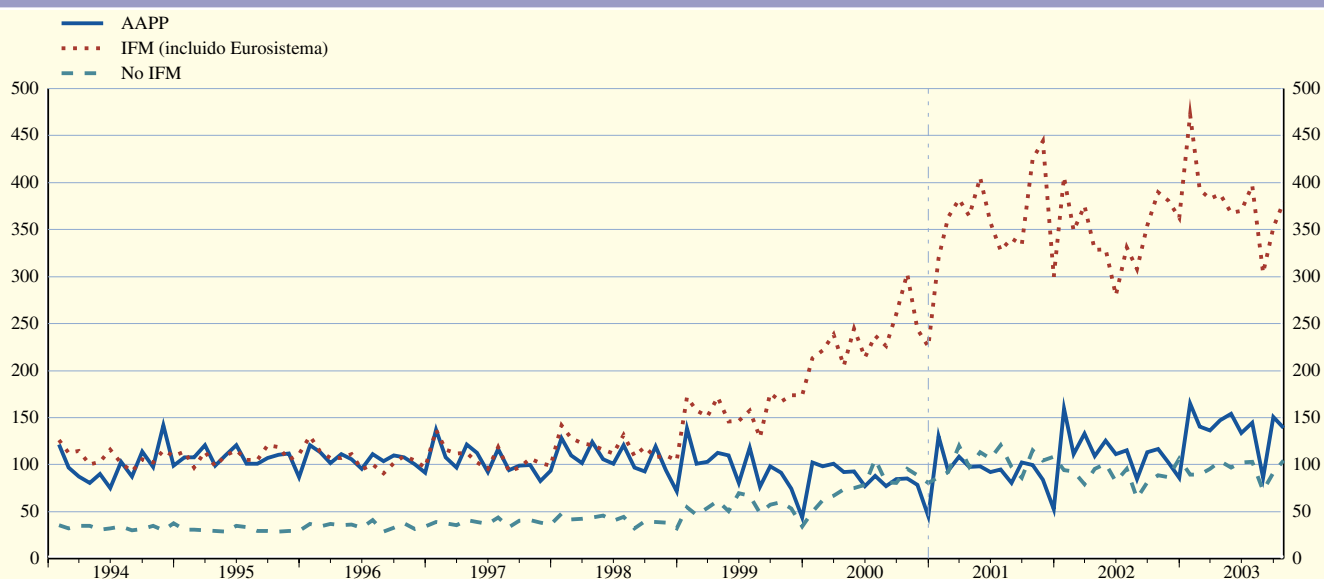
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total					De los cuales en euros (%)						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Admin. Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Admin. Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2002 Oct	595,5	389,8	18,3	70,5	108,5	8,4	92,5	92,0	80,4	93,2	97,0	80,2
Nov	569,5	380,5	21,2	65,2	96,6	5,9	93,7	92,3	92,0	94,6	99,0	98,3
Dic	555,4	362,5	50,2	56,5	79,4	6,7	94,4	92,9	95,9	96,1	99,1	94,4
2003 Ene	726,7	472,2	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,9	90,5	96,4	95,5	92,7
Feb	622,3	392,3	20,9	68,4	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
Mar	614,7	382,7	20,8	74,8	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
Abr	638,3	387,3	22,7	81,0	140,9	6,5	94,3	92,7	94,9	96,4	97,5	86,3
May	618,8	367,6	14,8	82,0	148,5	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
Jun	606,1	370,1	23,6	79,1	125,2	8,2	93,8	91,9	96,1	97,0	96,8	94,9
Jul	644,6	397,1	26,6	76,5	138,6	5,8	93,1	92,2	83,2	94,5	96,9	91,2
Ago	461,4	303,6	8,7	63,4	82,3	3,4	94,0	92,4	91,8	96,6	97,7	93,1
Sep	593,6	351,9	22,1	69,1	140,7	9,9	93,4	90,4	98,7	96,5	98,5	96,5
Oct	622,7	379,2	19,3	85,3	130,9	7,9	93,8	91,6	95,3	97,0	97,9	95,1
Largo plazo												
2002 Oct	125,6	49,7	14,5	2,7	52,7	5,9	85,5	78,5	75,3	33,5	98,7	74,8
Nov	133,1	58,7	18,0	4,9	48,0	3,6	89,7	81,9	90,5	71,1	100,0	99,8
Dic	148,6	54,3	47,3	8,5	34,4	4,1	92,2	84,0	95,6	93,1	100,0	91,8
2003 Ene	179,9	75,0	7,9	10,0	80,2	6,8	87,1	77,8	86,1	89,1	95,1	93,0
Feb	164,8	65,7	17,5	9,3	65,7	6,6	88,6	84,3	77,9	93,1	94,2	96,5
Mar	162,4	65,4	18,2	10,6	64,4	3,8	90,2	82,1	85,8	98,3	97,9	99,0
Abr	160,6	62,2	19,9	8,4	65,7	4,5	90,8	81,5	94,2	85,2	100,0	81,9
May	174,7	61,6	11,8	12,9	85,0	3,5	92,2	87,8	80,3	84,6	98,2	91,8
Jun	170,8	68,8	20,2	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,5	99,0	97,5	95,2
Jul	184,9	74,2	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	79,7	97,0	87,5
Ago	79,0	44,7	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
Sep	172,4	64,9	19,0	2,7	78,8	7,0	91,6	79,6	98,6	99,2	99,0	98,8
Oct	162,2	73,5	16,4	8,1	58,9	5,4	92,1	84,3	95,8	95,0	100,0	96,2

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

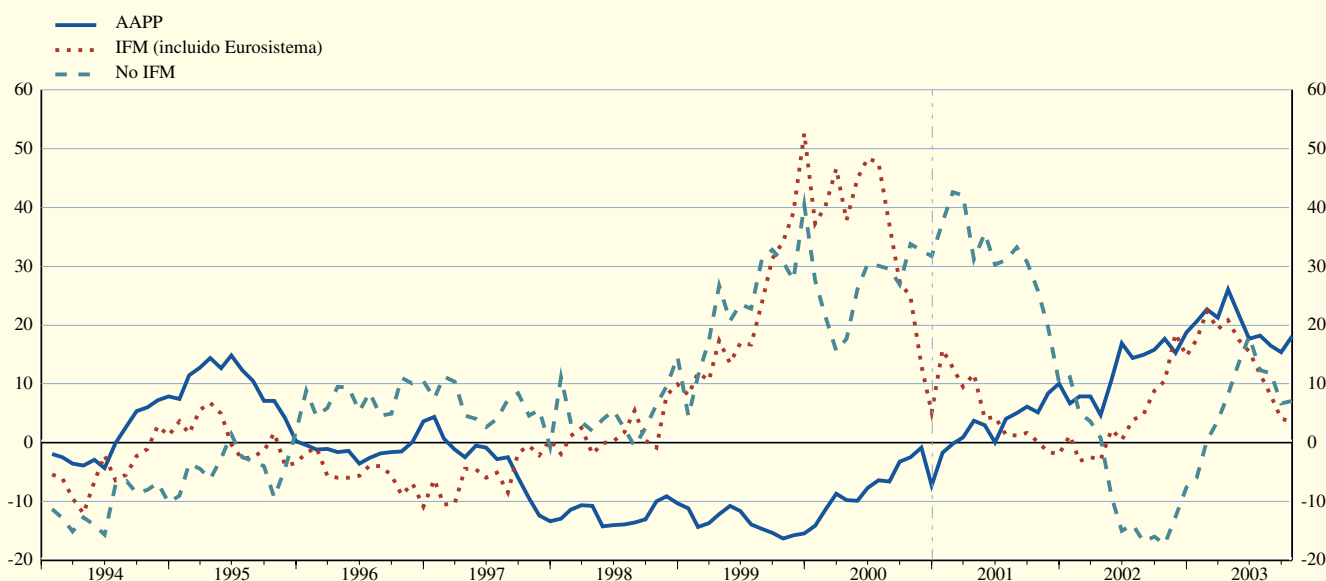
4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Total													
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			Total		IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM	
	Total	Índice Dic 01=100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Admin. Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01=100		Total	Instituciones no monetarias
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
En todas las monedas														
2002 Oct	7,1	106,5	6,2	14,6	25,4	5,6	5,9	5,0	29,0	8,8	116,2	10,5	-17,2	5,8
Nov	7,2	107,3	6,6	13,6	25,9	3,3	6,1	5,2	28,1	12,4	119,4	18,6	-12,6	26,7
Dic	6,3	106,3	5,4	13,8	25,3	3,6	5,0	4,1	28,0	12,9	112,9	14,7	-7,5	52,1
2003 Ene	6,4	107,6	5,6	13,9	24,5	4,6	5,0	4,1	28,6	15,2	121,2	17,6	-6,0	16,0
Feb	6,9	108,7	5,8	15,6	26,3	6,0	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,3	29,8
Mar	6,7	109,6	4,9	17,2	27,2	8,1	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,2
Abr	6,9	110,3	5,1	17,7	27,3	9,0	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,2	20,0
May	6,7	111,3	4,5	17,0	24,3	10,2	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	30,9
Jun	6,9	111,9	4,4	18,8	26,9	11,2	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,1	29,0
Jul	6,9	112,5	4,9	18,8	28,0	10,2	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
Ago	6,7	112,4	4,7	18,9	27,5	10,9	5,1	4,4	21,0	12,2	126,1	8,0	11,7	18,6
Sep	6,9	113,3	4,7	18,2	28,0	8,8	5,7	4,9	23,2	9,3	125,2	4,0	6,6	17,0
Oct	7,1	114,1	5,5	18,6	28,2	9,4	5,4	4,6	21,3	10,3	128,1	3,6	7,1	14,3
En euros														
2002 Oct	6,4	106,2	4,2	16,0	29,2	6,1	5,9	5,0	28,7	7,5	116,8	8,1	-19,0	4,2
Nov	6,8	106,9	5,3	15,1	30,4	3,6	6,1	5,3	28,0	12,4	120,8	20,4	-13,8	25,0
Dic	6,0	106,0	4,2	16,1	30,8	4,2	5,0	4,1	27,7	13,8	113,8	16,6	-8,5	50,0
2003 Ene	6,0	107,2	4,4	16,2	30,2	5,0	4,9	4,0	28,0	16,0	122,9	20,5	-6,9	14,3
Feb	6,4	108,2	4,4	17,6	31,5	6,3	5,4	4,3	33,1	19,9	127,0	25,8	-0,8	28,2
Mar	6,3	109,0	3,5	19,4	32,2	8,9	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,6	26,5
Abr	6,5	109,8	3,8	20,2	32,8	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,3
May	6,5	110,8	3,4	19,7	29,8	11,1	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,0
Jun	6,5	111,4	3,1	22,1	33,3	12,5	5,4	4,5	27,0	18,2	130,4	18,7	17,5	29,2
Jul	6,6	111,8	3,8	21,8	34,1	11,2	5,2	4,5	20,4	16,8	131,0	16,1	12,1	22,9
Ago	6,5	111,9	3,7	22,1	33,8	11,9	4,9	4,2	19,5	14,9	130,5	13,7	11,0	18,6
Sep	6,6	112,7	3,3	21,3	34,6	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,7	8,7	5,8	16,9
Oct	6,9	113,5	4,2	22,0	35,3	10,1	5,3	4,6	20,8	12,6	131,5	7,9	6,7	14,6

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

(tasas de variación interanuales basadas en saldos nominales a fin de período)



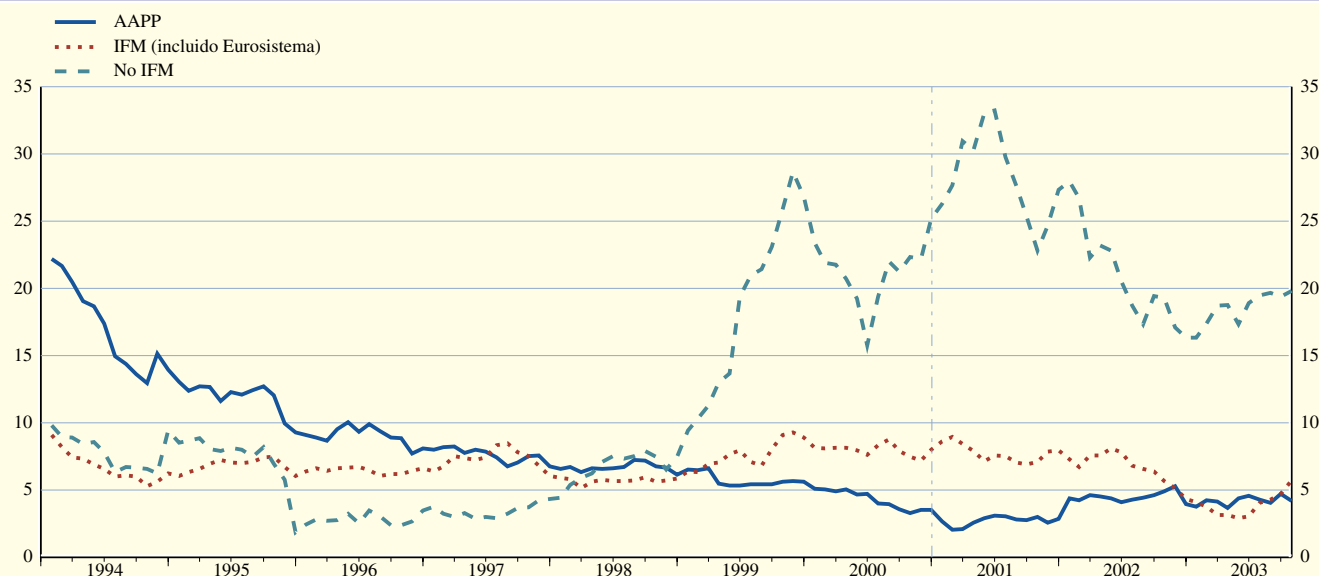
Fuentes: BCE.

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

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

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Admin. Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01=100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Admin. Central	Otras AAPP	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
En todas las monedas													
-18,6	17,7	17,9	-0,9	6,9	105,6	5,7	19,3	25,7	12,5	4,9	3,9	29,8	2002 Oct
-14,7	15,3	15,6	-5,3	6,7	106,1	5,1	17,1	25,9	8,0	5,3	4,3	29,1	Nov
-10,5	18,7	19,3	-14,3	5,6	105,6	4,3	16,3	25,0	7,0	3,9	2,9	29,4	Dic
-7,3	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,3	24,6	7,4	3,8	2,7	29,8	2003 Ene
-1,6	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,7	17,4	26,3	7,8	4,2	3,0	34,6	Feb
2,0	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,1	18,7	27,2	9,5	4,1	3,0	32,4	Mar
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,8	27,4	9,3	3,7	2,5	30,9	Abr
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,3	24,2	9,7	4,4	3,3	27,7	May
17,2	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,1	18,9	26,9	10,1	4,6	3,5	28,5	Jun
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,1	9,9	4,3	3,4	22,0	Jul
11,2	16,5	16,6	-2,5	6,2	111,0	4,3	19,7	27,6	10,8	4,1	3,2	21,4	Ago
5,8	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,7	19,4	28,2	9,5	4,7	3,8	23,4	Sep
6,6	18,1	18,3	-2,9	6,8	112,7	5,7	19,8	28,4	10,0	4,2	3,3	21,8	Oct
En euros													
-20,4	17,7	18,1	-11,8	6,3	105,2	3,7	22,3	29,8	14,9	4,9	3,9	29,8	2002 Oct
-16,0	15,6	15,9	-14,0	6,2	105,6	3,7	19,8	30,5	9,6	5,3	4,3	29,1	Nov
-11,5	19,6	20,3	-23,4	5,2	105,2	2,9	19,6	30,6	8,5	3,8	2,8	29,3	Dic
-8,2	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,6	30,4	8,7	3,6	2,5	29,5	2003 Ene
-2,8	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,5	8,8	4,0	2,7	34,2	Feb
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,0	107,1	1,5	21,8	32,3	11,1	3,9	2,8	31,8	Mar
6,4	25,8	26,0	8,9	4,8	107,6	1,4	22,0	33,1	10,6	3,5	2,4	29,7	Abr
12,6	21,8	21,9	17,6	5,0	108,7	1,5	20,5	29,8	10,8	4,1	3,1	26,5	May
16,6	17,9	18,0	14,4	5,3	109,6	1,4	22,7	33,4	11,6	4,3	3,2	27,3	Jun
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,4	23,0	34,3	11,2	4,0	3,2	20,5	Jul
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,4	34,1	12,2	3,7	3,0	19,9	Ago
4,9	15,4	15,4	14,5	6,0	111,1	2,7	23,2	35,0	10,8	4,5	3,7	21,9	Sep
6,0	18,1	18,3	-5,1	6,2	111,7	3,7	23,8	35,7	11,1	4,0	3,2	21,2	Oct

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



Fuente: BCE.

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

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

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

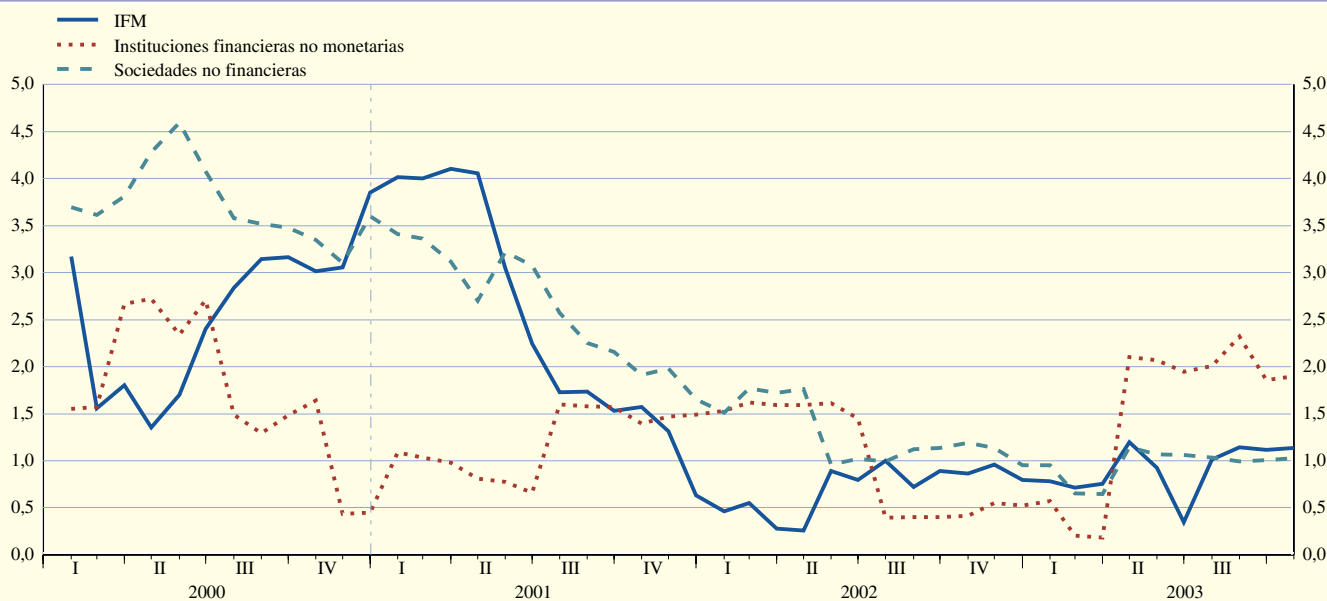
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 Oct	4.277,7	99,7	1,8	554,4	1,6	497,8	1,4	3.225,5	1,9
Nov	4.520,7	99,8	1,8	587,7	1,3	512,1	1,5	3.421,0	2,0
Dic	4.656,4	100,0	1,5	617,3	0,6	511,1	1,5	3.528,0	1,7
2002 Ene	4.575,2	100,0	1,4	623,9	0,5	518,8	1,5	3.432,5	1,5
Feb	4.545,6	100,2	1,6	622,5	0,6	509,8	1,6	3.413,4	1,8
Mar	4.753,9	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.551,9	1,7
Abr	4.570,2	100,3	1,5	678,1	0,3	517,4	1,6	3.374,7	1,8
May	4.432,4	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.281,3	1,0
Jun	4.118,3	100,5	1,1	614,9	0,8	463,4	1,5	3.040,1	1,0
Jul	3.710,7	100,6	0,9	515,7	1,0	395,4	0,4	2.799,6	1,0
Ago	3.520,2	100,6	1,0	521,7	0,7	371,0	0,4	2.627,5	1,1
Sep	2.981,8	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,4	2.292,9	1,1
Oct	3.251,6	100,7	1,1	446,9	0,9	321,2	0,4	2.483,4	1,2
Nov	3.435,5	100,8	1,0	487,4	1,0	346,0	0,5	2.602,1	1,1
Dic	3.142,7	100,9	0,9	450,7	0,8	283,6	0,5	2.408,3	1,0
2003 Ene	3.002,7	100,9	0,9	425,8	0,8	261,1	0,6	2.315,8	0,9
Feb	2.909,2	100,9	0,6	425,3	0,7	270,8	0,2	2.213,2	0,7
Mar	2.784,9	100,9	0,6	413,0	0,8	236,2	0,2	2.135,7	0,6
Abr	3.137,9	101,6	1,2	471,4	1,2	291,8	2,1	2.374,7	1,1
May	3.171,4	101,5	1,1	476,7	0,9	291,3	2,1	2.403,3	1,1
Jun	3.288,0	101,5	1,0	506,5	0,3	300,6	1,9	2.480,8	1,1
Jul	3.398,6	101,7	1,1	530,3	1,0	330,9	2,0	2.537,4	1,0
Ago	3.443,4	101,8	1,1	506,5	1,1	325,5	2,3	2.611,5	1,0
Sep	3.304,2	101,8	1,1	494,8	1,1	307,1	1,9	2.502,2	1,0
Oct	3.511,6	101,8	1,1	535,2	1,1	333,2	1,9	2.643,2	1,0

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

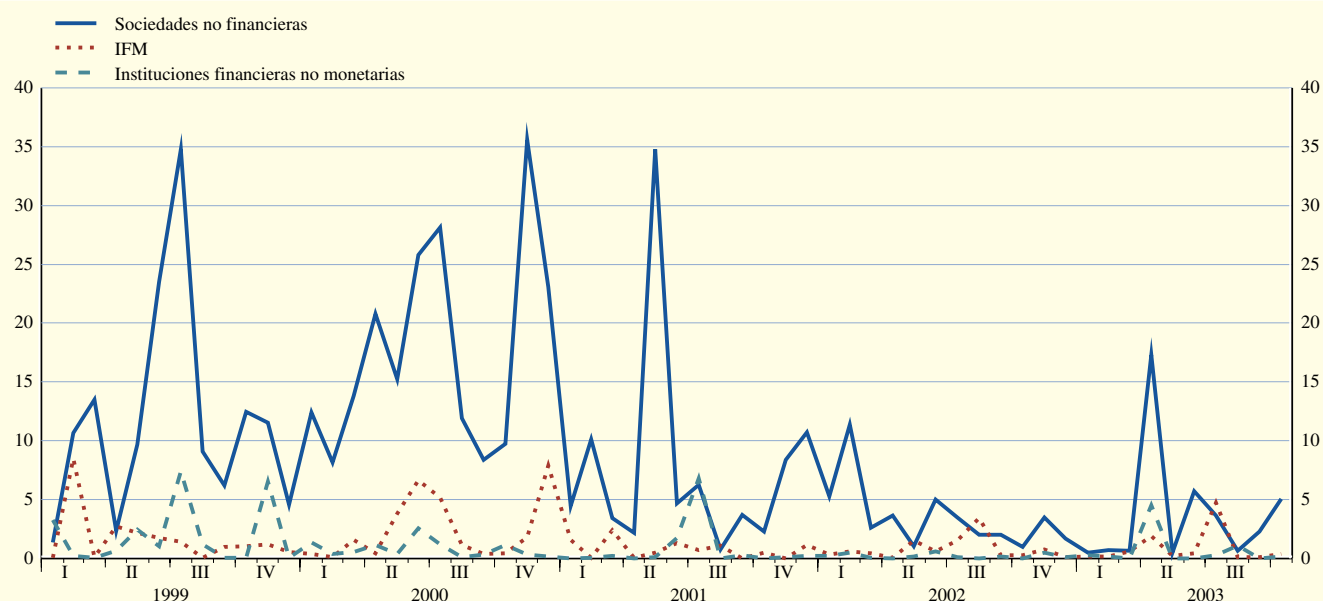
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2001 Oct	2,7	2,7	0,0	0,5	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,3	2,7	-0,4
Nov	8,5	2,8	5,7	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	8,4	2,7	5,7
Dic	12,0	2,8	9,2	1,1	0,0	1,1	0,2	0,0	0,2	10,7	2,7	8,0
2002 Ene	5,8	6,6	-0,8	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	5,3	6,6	-1,3
Feb	12,4	1,0	11,4	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,0	10,3
Mar	3,1	2,2	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
Abr	3,7	0,4	3,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,4
May	2,7	0,2	2,5	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,0	0,2	0,9
Jun	6,1	0,4	5,7	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,4	4,6
Jul	5,0	0,3	4,7	1,5	0,1	1,4	0,1	0,0	0,1	3,5	0,2	3,2
Ago	5,4	5,3	0,2	3,4	4,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
Sep	2,4	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Oct	1,2	0,1	1,1	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,9
Nov	4,7	0,7	4,0	0,8	0,4	0,4	0,5	0,0	0,5	3,5	0,3	3,1
Dic	1,9	0,5	1,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,4	1,3
2003 Ene	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Feb	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
Mar	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
Abr	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,7	12,6
May	0,7	2,2	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-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	3,3
Jul	8,6	1,8	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
Ago	1,8	1,1	0,8	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	0,9	-0,3
Sep	2,4	1,7	0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,3	0,3	2,0
Oct	5,6	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,1	3,7	1,4

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponible con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Ene	0,89	2,57	2,80	3,23	2,33	3,27	1,18	2,71	3,45	4,30	2,69
Feb	0,91	2,44	2,67	2,92	2,32	3,23	1,20	2,63	2,91	3,73	2,68
Mar	0,87	2,34	2,55	2,76	2,28	3,19	1,15	2,50	2,49	3,41	2,57
Abr	0,84	2,25	2,56	2,82	2,29	3,14	1,12	2,43	2,37	3,29	2,48
May	0,84	2,23	2,39	2,65	2,23	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
Jun	0,76	2,00	2,22	2,62	2,21	3,01	1,00	2,10	2,18	3,04	2,14
Jul	0,68	1,91	2,11	2,34	2,12	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
Ago	0,68	1,91	2,13	2,53	1,97	2,88	0,89	2,03	2,28	3,55	1,97
Sep	0,69	1,87	2,13	2,44	1,98	2,85	0,87	2,00	2,30	3,64	2,00
Oct	0,70	1,89	2,16	2,51	2,03	2,73	0,89	1,98	2,23	3,71	1,99
Nov	0,70	1,87	2,24	2,61	2,00	2,70	0,87	1,97	2,34	2,77	1,97

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por período inicial de fijación del tipo		
		Por período inicial de fijación del tipo				Por período inicial de fijación del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 Ene	9,88	7,23	7,37	8,36	8,22	4,44	4,77	5,38	5,27	4,98	4,94	5,60	5,51
Feb	10,27	7,64	7,15	8,37	8,22	4,27	4,59	5,19	5,10	4,88	4,63	5,62	5,42
Mar	10,02	7,27	7,00	8,28	8,05	4,13	4,41	5,04	5,05	4,70	4,73	5,31	5,37
Abr	9,89	7,44	6,99	8,32	8,15	4,07	4,32	5,00	5,03	4,67	4,71	5,30	5,33
May	9,86	7,63	6,98	8,34	8,16	3,93	4,29	4,94	4,91	4,56	4,44	5,35	5,32
Jun	9,89	7,10	6,94	8,28	8,02	3,80	4,16	4,76	4,78	4,42	4,12	4,97	4,91
Jul	9,76	7,24	7,04	8,20	7,92	3,68	3,92	4,64	4,68	4,33	4,11	4,95	4,98
Ago	9,74	7,69	6,84	8,28	8,04	3,64	3,96	4,69	4,69	4,41	4,13	5,00	4,98
Sep	9,75	7,40	6,89	8,04	8,01	3,63	4,10	4,81	4,75	4,41	3,98	5,00	5,11
Oct	9,72	7,18	6,74	8,07	7,91	3,62	4,02	4,87	4,78	4,40	4,05	5,09	5,21
Nov	9,64	7,56	6,59	7,93	7,84	3,59	4,09	4,92	4,84	4,41	4,16	5,24	5,17

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por período inicial de fijación del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por período inicial de fijación del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2003 Ene		6,20	4,88	5,26	5,06	3,70	3,80	4,63
Feb		6,14	4,74	5,07	5,10	3,62	4,02	4,55
Mar		6,05	4,54	5,03	5,11	3,56	3,86	4,46
Abr		5,85	4,57	4,89	5,04	3,49	3,69	4,58
May		5,82	4,47	4,86	4,96	3,40	3,57	4,36
Jun		5,68	4,20	4,60	4,89	3,14	3,39	4,18
Jul		5,56	4,15	4,59	4,73	3,07	3,14	4,00
Ago		5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,41	4,36
Sep		5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,28
Oct		5,46	4,14	4,76	4,83	3,08	3,26	4,33
Nov		5,42	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,16

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 es la tasa media ponderada de todos los plazos, que es igual al coste total de los préstamos. Este coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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

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

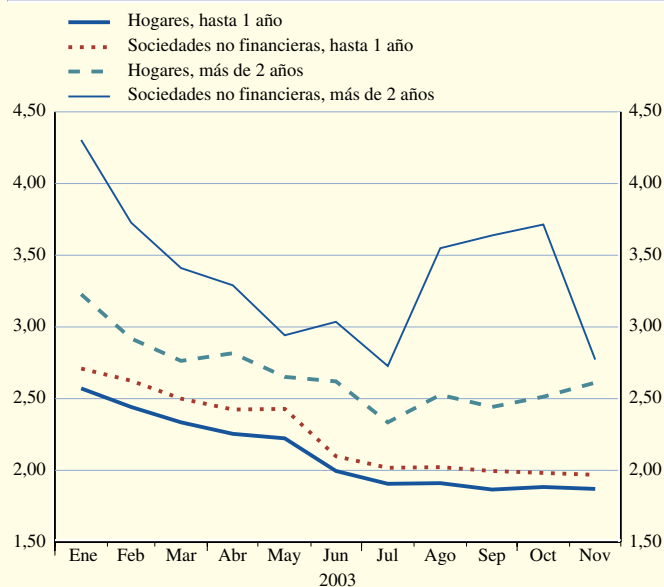
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1,2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Ene	0,89	2,63	3,60	2,33	3,27	1,18	2,81	4,64	2,77
Feb	0,91	2,55	3,68	2,32	3,23	1,20	2,73	4,73	2,69
Mar	0,87	2,44	3,54	2,28	3,19	1,15	2,60	4,66	2,52
Abr	0,84	2,38	3,54	2,29	3,14	1,12	2,52	4,62	2,44
May	0,84	2,33	3,47	2,23	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
Jun	0,76	2,17	3,47	2,21	3,01	1,00	2,25	4,45	2,19
Jul	0,68	2,07	3,43	2,12	2,93	0,88	2,23	4,40	2,08
Ago	0,68	2,03	3,42	1,97	2,88	0,89	2,19	4,26	2,05
Sep	0,69	2,00	3,44	1,98	2,85	0,87	2,23	4,33	2,04
Oct	0,70	.	.	2,03	2,73	0,89	.	.	.
Nov	0,70	.	.	2,00	2,70	0,87	.	.	.

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			Otros préstamos Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Hasta 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Ene	5,52	5,41	5,58	8,59	7,51	6,24	5,25	4,83	5,19
Feb	5,48	5,43	5,62	8,69	7,53	6,23	5,18	4,82	5,25
Mar	5,46	5,36	5,55	8,64	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
Abr	5,40	5,26	5,49	8,53	7,45	6,11	4,89	4,61	5,03
May	5,33	5,22	5,44	8,52	7,34	6,09	4,83	4,56	4,94
Jun	5,30	5,13	5,39	8,47	7,37	6,03	4,72	4,46	4,90
Jul	5,21	5,07	5,31	8,36	7,27	5,96	4,60	4,32	4,80
Ago	5,11	4,99	5,25	8,31	7,23	6,07	4,53	4,21	4,74
Sep	5,05	4,95	5,24	8,33	7,26	6,00	4,55	4,19	4,75
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.

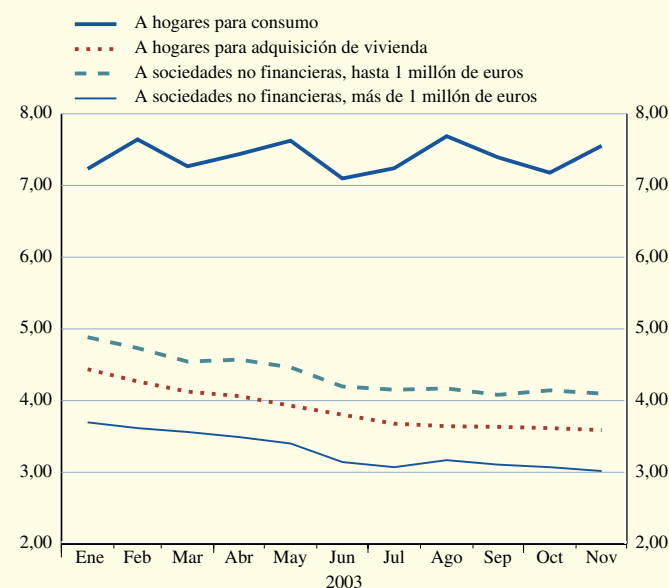
C20 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C21 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

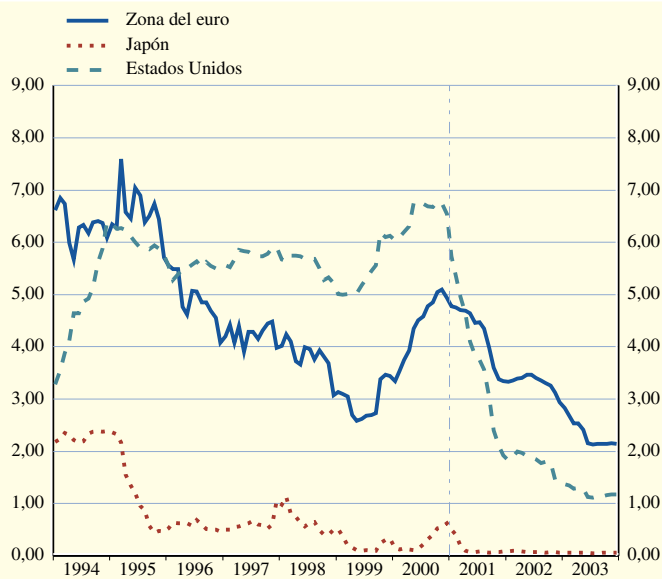
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2002 IV	3,24	3,17	3,11	3,03	3,01	1,55	0,07
2003 I	2,77	2,75	2,69	2,60	2,55	1,33	0,06
II	2,44	2,43	2,37	2,29	2,25	1,24	0,06
III	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2002 Dic	3,09	2,98	2,94	2,89	2,87	1,41	0,06
2003 Ene	2,79	2,86	2,83	2,76	2,71	1,37	0,06
Feb	2,76	2,77	2,69	2,58	2,50	1,34	0,06
Mar	2,75	2,60	2,53	2,45	2,41	1,29	0,06
Abr	2,56	2,58	2,54	2,47	2,45	1,30	0,06
May	2,56	2,52	2,41	2,32	2,26	1,28	0,06
Jun	2,21	2,18	2,15	2,08	2,01	1,12	0,06
Jul	2,08	2,13	2,13	2,09	2,08	1,11	0,05
Ago	2,10	2,12	2,14	2,17	2,28	1,14	0,05
Sep	2,02	2,13	2,15	2,18	2,26	1,14	0,05
Oct	2,01	2,10	2,14	2,17	2,30	1,16	0,06
Nov	1,97	2,09	2,16	2,22	2,41	1,17	0,06
Dic	2,06	2,13	2,15	2,20	2,38	1,17	0,06

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



C23 Tipos a 3 meses del mercado monetario (mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

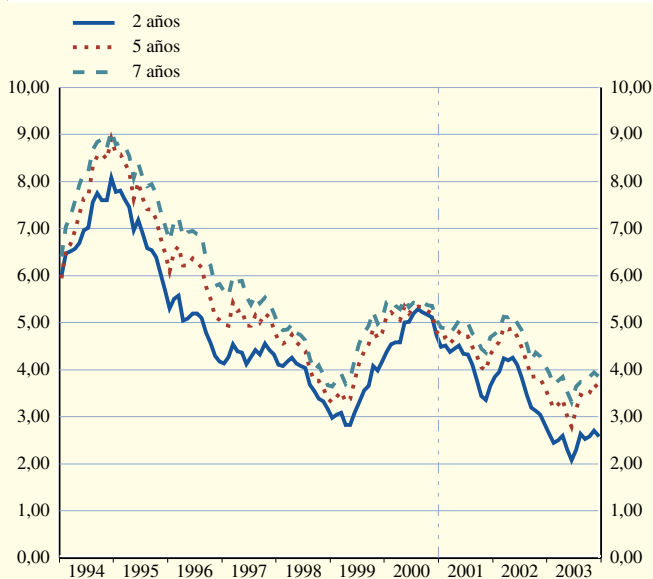
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública¹⁾

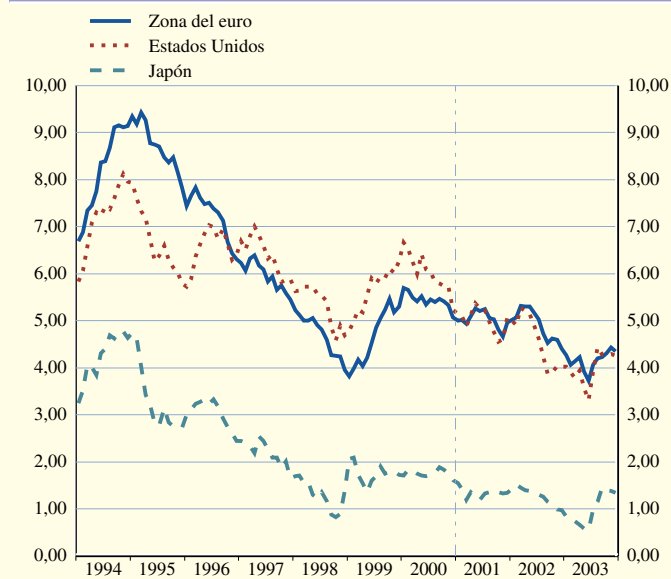
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2002 IV	3,00	3,27	3,77	4,25	4,54	3,99	1,02
2003 I	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
II	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2002 Dic	2,84	3,08	3,63	4,10	4,41	4,03	0,97
2003 Ene	2,64	2,85	3,40	3,93	4,27	4,02	0,84
Feb	2,45	2,61	3,18	3,68	4,06	3,90	0,83
Mar	2,50	2,66	3,26	3,76	4,13	3,79	0,74
Abr	2,59	2,81	3,38	3,85	4,23	3,94	0,66
May	2,31	2,53	3,02	3,54	3,92	3,56	0,57
Jun	2,08	2,29	2,79	3,32	3,72	3,32	0,56
Jul	2,30	2,56	3,15	3,65	4,06	3,93	0,99
Ago	2,63	2,91	3,47	3,74	4,20	4,44	1,15
Sep	2,53	2,87	3,42	3,72	4,23	4,29	1,45
Oct	2,59	2,88	3,50	3,85	4,31	4,27	1,40
Nov	2,70	2,99	3,70	3,94	4,44	4,29	1,38
Dic	2,58	2,88	3,59	3,85	4,36	4,26	1,35

C24 Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro (mensuales; en porcentaje)



C25 Rendimientos de la deuda pública a 10 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.

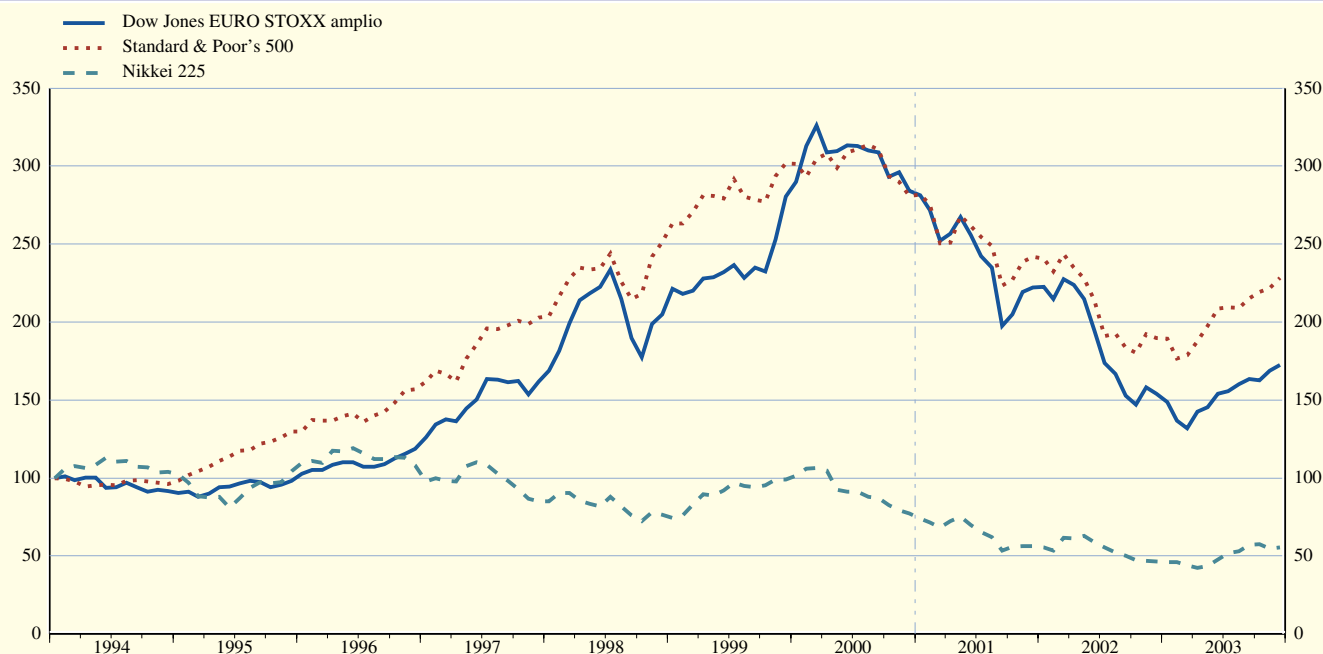
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua electricidad	Telecom.	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.404,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2002 IV	212,4	2.472,9	221,3	140,0	232,6	271,1	189,7	202,6	265,3	210,7	311,3	339,0	887,9	8.718,5
2003 I	193,0	2.211,6	191,7	122,6	201,7	249,5	174,4	188,6	235,0	197,9	310,7	287,8	859,7	8.424,7
II	204,4	2.341,5	198,3	126,8	204,2	255,2	189,9	199,3	260,5	208,7	330,1	303,9	937,8	8.304,5
III	221,8	2.512,4	225,2	144,6	212,9	265,9	210,0	225,0	286,0	216,1	347,6	304,4	1.000,3	10.066,4
IV	233,0	2.613,9	233,7	155,2	219,1	266,5	221,9	240,2	317,8	219,5	360,4	320,0	1.056,7	10.413,8
2002 Dic	213,6	2.475,1	225,3	139,4	226,5	268,8	194,2	205,2	270,4	207,3	322,5	324,4	899,1	8.674,8
2003 Ene	206,3	2.377,4	213,0	130,9	220,2	262,4	186,5	198,5	250,2	210,0	330,0	313,8	896,0	8.567,4
Feb	189,8	2.170,9	185,8	121,5	196,5	245,1	172,2	186,0	226,5	198,1	309,4	274,3	836,6	8.535,8
Mar	183,0	2.086,5	176,1	115,4	188,4	241,1	164,5	181,2	228,2	185,6	292,8	275,2	846,6	8.171,0
Abr	197,9	2.278,2	193,4	122,5	203,9	250,0	181,0	192,0	251,6	201,0	324,8	288,7	889,6	7.895,7
May	202,0	2.303,0	196,4	124,9	202,3	249,6	187,4	198,5	258,2	208,3	324,9	304,2	935,8	8.122,1
Jun	213,5	2.443,3	205,0	133,0	206,5	266,1	201,2	207,4	271,5	216,7	340,7	318,9	988,0	8.895,7
Jul	216,1	2.459,8	218,8	138,1	205,5	260,1	206,1	216,0	274,2	214,6	340,9	306,8	992,6	9.669,8
Ago	222,3	2.524,1	227,2	144,6	211,9	268,6	211,6	227,0	281,7	217,0	352,4	293,2	989,5	9.884,6
Sep	226,8	2.553,3	229,5	151,2	221,4	269,0	212,1	232,0	302,1	216,6	349,6	313,2	1.018,9	10.644,8
Oct	225,5	2.523,3	222,0	150,1	218,9	263,0	212,9	231,5	308,0	210,8	348,4	309,7	1.038,7	10.720,1
Nov	233,9	2.618,1	237,5	156,8	222,1	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,1	10.205,4
Dic	239,4	2.700,3	241,5	158,8	216,3	274,6	229,9	247,8	319,8	230,7	374,1	331,1	1.081,2	10.315,9

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

	Total				Total (d, variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (n.d.)	Servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	59,1	40,9	100,0	11,7	7,6	31,6	8,2	40,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	103,8	1,1	0,9	1,5	-	-	-	-	-	-
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2002 III	111,1	2,1	1,3	3,3	0,4	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,8
IV	111,7	2,3	1,8	3,1	0,5	0,5	0,6	0,3	0,3	0,7
2003 I	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,7	0,1	4,4	0,5
II	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,7	0,3	0,3	-2,9	0,6
III	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,7	0,1	0,5	0,6
2003 Jul	113,1	1,9	1,6	2,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,6	0,1
Ago	113,3	2,1	1,7	2,5	0,3	0,2	0,9	0,0	1,0	0,4
Sep	113,7	2,2	1,8	2,5	0,3	0,2	1,4	0,2	-0,1	0,3
Oct	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,1
Nov	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,1
Dic ³⁾	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ²⁾	19,3	11,7	7,6	39,8	31,6	8,2	10,4	6,4	6,3	2,9	14,9	6,4
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1999	0,6	0,9	0,0	1,0	0,7	2,4	1,8	1,7	2,1	-4,4	2,0	1,8
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2002 III	2,3	2,9	1,3	0,8	1,3	-0,7	2,4	2,1	3,4	0,0	4,3	3,5
IV	2,2	2,6	1,6	1,6	1,2	2,9	2,5	2,1	3,0	-0,2	4,0	3,4
2003 I	1,9	3,1	0,1	2,0	0,7	7,0	2,4	2,1	3,2	-0,8	3,0	3,7
II	2,5	3,3	1,5	1,0	0,9	1,5	2,4	2,1	3,0	-0,5	2,9	3,5
III	3,2	3,1	3,4	1,0	0,7	2,1	2,4	1,9	2,8	-0,4	2,6	3,2
2003 Jul	3,0	3,1	2,7	1,0	0,7	2,0	2,4	2,0	2,6	-0,5	2,3	3,3
Ago	3,1	3,0	3,3	1,0	0,6	2,7	2,3	1,9	2,8	-0,4	2,7	3,2
Sep	3,6	3,2	4,2	1,0	0,8	1,6	2,4	2,0	3,1	-0,3	2,7	3,2
Oct	3,7	3,5	3,9	0,8	0,8	0,7	2,2	1,9	2,9	-0,8	2,7	3,4
Nov	4,0	3,9	4,0	1,0	0,7	2,2	2,2	1,9	2,8	-0,5	2,5	3,2
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En el año 2003. La suma de las ponderaciones de los componentes puede que no coincida con el total debido al redondeo.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

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

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
1999	97,1	2,2	2,5	1,3	2,2	2,8	1,9	2,3
2000	100,0	3,0	3,3	2,2	3,3	3,3	2,8	2,2
2001	103,3	3,3	3,5	2,9	3,1	3,6	3,6	2,6
2002	106,9	3,5	3,3	3,8	3,2	3,5	3,6	2,7
2002 III	107,3	3,2	3,1	3,6	2,9	3,3	3,3	2,6
IV	108,2	3,5	3,4	3,9	3,5	3,1	3,4	2,7
2003 I	108,9	3,1	2,9	3,7	3,1	3,0	2,6	2,7
II	109,8	3,3	3,2	3,8	3,9	4,0	3,2	2,4
III	110,6	3,0	2,9	3,3	3,3	3,4	2,7	2,5

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 (HWWA - Hamburg Institute of International Economics), columna 14 (Thomson Financial Datastream) del cuadro 5.1.2, y columnas 7 (cálculos del BCE basados en datos de Eurostat) y 8 del cuadro 5.1.3 (cálculos del BCE).

1) Se refiere a precios expresados en euros.

2) Brent (para entrega dentro de un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividad inmobiliaria de alquiler y servicios empresariales	Administración pública educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
1999	98,8	1,0	-3,1	0,7	1,3	-0,4	3,8	2,2
2000	100,0	1,2	1,5	-0,4	1,9	-0,5	4,5	1,5
2001	102,5	2,5	3,1	2,5	3,9	1,2	2,5	2,8
2002	104,7	2,1	1,6	0,6	3,2	1,8	2,2	3,6
2002 III	104,8	1,9	-1,4	0,4	2,9	1,4	2,0	3,8
IV	105,5	1,5	5,1	-0,5	3,4	1,2	2,4	2,5
2003 I	106,3	2,0	3,9	0,6	4,4	1,9	2,6	2,0
II	107,1	2,7	7,8	2,2	4,4	3,0	3,2	1,7
III	107,3	2,4	6,5	1,2	2,8	2,4	2,3	2,2
Remuneración por asalariado								
1999	97,5	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,5	2,3
2000	100,0	2,6	2,9	3,1	2,4	1,4	3,1	2,4
2001	102,8	2,8	2,6	2,9	3,0	2,8	1,5	3,2
2002	105,4	2,6	2,9	2,9	3,1	2,5	1,9	2,6
2002 III	105,8	2,5	-0,5	3,1	2,7	2,4	1,9	2,6
IV	106,4	2,5	3,9	3,2	2,7	2,6	2,2	1,9
2003 I	107,2	2,6	4,0	3,4	2,8	2,6	2,3	2,1
II	107,8	2,7	7,7	3,1	3,7	3,0	2,3	2,0
III	108,4	2,5	5,7	2,6	3,0	2,3	1,7	2,9
Productividad del trabajo ²⁾								
1999	98,7	1,0	5,3	1,3	0,6	2,2	-2,2	0,1
2000	100,0	1,3	1,3	3,5	0,5	2,0	-1,3	0,9
2001	100,2	0,2	-0,5	0,3	-0,9	1,6	-1,0	0,4
2002	100,7	0,4	1,2	2,2	-0,1	0,7	-0,2	-0,9
2002 III	100,9	0,6	0,9	2,6	-0,2	1,0	-0,1	-1,1
IV	100,9	0,9	-1,2	3,8	-0,7	1,3	-0,2	-0,6
2003 I	100,8	0,6	0,1	2,8	-1,6	0,7	-0,3	0,1
II	100,7	0,0	-0,1	0,9	-0,7	0,0	-0,9	0,3
III	101,1	0,2	-0,8	1,4	0,2	-0,1	-0,6	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
1999	98,6	1,1	1,2	1,1	2,0	0,9	-0,5	-0,3
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,7	2,7	4,7	8,3
2001	102,5	2,5	2,2	2,4	2,5	2,0	1,4	0,8
2002	104,9	2,4	2,1	2,8	1,9	1,8	-0,6	-1,7
2002 III	105,2	2,6	1,9	2,7	1,9	1,7	-0,2	-2,3
IV	105,7	2,2	2,2	2,7	1,7	1,9	-0,2	-0,4
2003 I	106,3	2,0	2,0	2,3	1,8	1,4	0,3	0,3
II	106,9	2,2	1,8	1,7	1,8	1,3	-0,6	-1,7
III	107,6	2,3	2,0	1,7	2,6	1,5	-0,5	-1,3

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ¹⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
1999	6.268,2	6.177,0	3.589,7	1.247,5	1.319,1	20,7	91,2	2.077,8	1.986,6
2000	6.576,1	6.519,5	3.765,3	1.306,9	1.420,2	27,0	56,6	2.448,7	2.392,1
2001	6.844,2	6.730,5	3.922,6	1.371,4	1.444,8	-8,2	113,7	2.564,8	2.451,1
2002	7.070,8	6.887,5	4.034,9	1.435,7	1.429,3	-12,4	183,4	2.594,0	2.410,7
2002 III	1.776,5	1.726,8	1.013,3	361,4	356,4	-4,3	49,7	657,4	607,7
IV	1.784,9	1.740,1	1.021,5	363,6	358,8	-3,8	44,8	657,3	612,5
2003 I	1.794,6	1.758,9	1.033,6	366,5	355,4	3,3	35,7	649,1	613,5
II	1.802,2	1.765,7	1.035,4	370,2	354,7	5,3	36,5	636,8	600,3
III	1.821,4	1.767,6	1.041,3	376,6	355,4	-5,6	53,8	651,0	597,2
<i>En porcentaje del PIB</i>									
2002	100,0	97,4	57,1	20,3	20,2	-0,2	2,6	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>Tasas de variación intertrimestrales</i>									
2002 III	0,2	0,2	0,3	0,6	0,1	-	-	1,4	1,6
IV	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	-	-	-0,2	0,6
2003 I	0,0	0,4	0,5	0,4	-1,2	-	-	-1,4	-0,5
II	-0,1	0,1	0,1	0,5	-0,6	-	-	-0,9	-0,3
III	0,4	-0,4	0,1	0,5	-0,3	-	-	2,0	-0,1
<i>Tasas de variación interanuales</i>									
1999	2,8	3,5	3,5	1,9	6,0	-	-	5,3	7,6
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,6	11,2
2001	1,6	1,0	1,8	2,4	-0,2	-	-	3,3	1,8
2002	0,9	0,2	0,1	2,8	-2,9	-	-	1,7	0,1
2002 III	1,0	0,4	0,0	3,1	-3,0	-	-	3,4	2,1
IV	1,1	0,9	0,7	2,2	-1,9	-	-	4,1	3,8
2003 I	0,7	1,3	1,6	2,0	-2,3	-	-	2,5	4,2
II	0,1	1,0	1,3	1,7	-1,4	-	-	-1,1	1,3
III	0,3	0,3	1,1	1,6	-1,7	-	-	-0,5	-0,4
<i>Contribuciones a las tasas de variación interanuales del PIB en puntos porcentuales</i>									
1999	2,8	3,4	2,0	0,4	1,3	-0,2	-0,6	-	-
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	1,0	1,0	0,5	0,0	-0,5	0,6	-	-
2002	0,9	0,2	0,1	0,5	-0,6	0,2	0,6	-	-
2002 III	1,0	0,4	0,0	0,6	-0,6	0,4	0,6	-	-
IV	1,1	0,9	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,2	-	-
2003 I	0,7	1,2	0,9	0,4	-0,5	0,4	-0,5	-	-
II	0,1	1,0	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,9	-	-
III	0,3	0,3	0,6	0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-	-

Fuente: Eurostat.

1) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con los cuadros 8 y 9.

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 ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intern. financiera activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
1999	5,795.8	145.1	1,311.3	319.2	1,215.5	1,557.3	1,247.3	205.2	677.6
2000	6,084.0	145.8	1,369.1	337.0	1,281.2	1,651.4	1,299.6	212.6	704.6
2001	6,348.9	151.2	1,412.4	351.6	1,350.4	1,722.8	1,360.6	221.8	717.0
2002	6,555.9	149.6	1,428.9	362.3	1,385.4	1,803.4	1,426.2	227.0	742.0
2002 III	1,645.8	37.3	359.4	90.4	347.8	452.6	358.4	56.6	187.3
IV	1,653.4	37.2	357.9	91.4	349.1	456.1	361.6	57.5	189.0
2003 I	1,661.0	37.5	359.7	91.7	347.7	459.7	364.6	57.7	191.3
II	1,668.5	38.1	355.4	92.8	351.1	464.2	367.0	58.5	192.2
III	1,687.5	38.7	359.8	93.9	353.4	469.4	372.3	58.8	192.7
<i>En porcentaje del valor añadido</i>									
2002	100.0	2.3	21.8	5.5	21.1	27.5	21.8	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>Tasas de variación intertrimestrales</i>									
2002 III	0.2	-0.2	0.1	0.0	0.4	0.1	0.2	1.2	1.1
IV	0.0	-0.8	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.5	0.9	0.3
2003 I	0.0	-0.6	0.3	-0.8	-0.2	-0.1	0.4	0.2	-0.3
II	-0.1	-0.5	-0.9	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4	0.2
III	0.4	-0.6	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4	1.7	0.4
<i>Tasas de variación interanuales</i>									
1999	2.7	2.8	1.0	2.4	4.4	3.3	2.0	4.2	4.6
2000	3.8	-0.3	4.0	2.4	5.2	4.4	2.5	7.1	1.9
2001	1.9	-1.2	0.7	-0.5	3.2	2.8	1.7	4.4	0.2
2002	1.0	-1.0	0.8	-1.0	1.1	2.1	0.6	-0.1	-1.0
2002 III	1.0	-1.2	1.3	-1.4	1.1	2.0	0.4	-0.3	-0.3
IV	1.2	-3.2	2.0	-1.7	1.4	1.6	0.9	0.7	0.2
2003 I	0.8	-2.1	1.0	-2.3	0.8	1.1	1.3	2.1	0.7
II	0.1	-2.1	-1.0	-0.8	0.4	0.2	1.4	2.8	1.4
III	0.4	-2.5	-0.5	-0.5	0.5	0.5	1.6	3.2	0.7
<i>Contribuciones a las tasas de variación interanuales del PIB en puntos porcentuales</i>									
1999	2.7	0.1	0.2	0.1	0.9	0.9	0.4	-	-
2000	3.8	0.0	0.9	0.1	1.1	1.1	0.5	-	-
2001	1.9	0.0	0.2	0.0	0.7	0.7	0.4	-	-
2002	1.0	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.1	-	-
2002 III	1.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.5	0.1	-	-
IV	1.2	-0.1	0.4	-0.1	0.3	0.4	0.2	-	-
2003 I	0.8	-0.1	0.2	-0.1	0.2	0.3	0.3	-	-
II	0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.3	-	-
III	0.4	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	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 interanuales, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción							Construcción	Industria manufacturera	
	Total [índice (d) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total ¹	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	2,1	95,0	1,9	1,9	1,9	2,3	1,6	1,5	0,9	0,9	4,1	1,9
2000	4,8	100,1	5,3	5,3	5,9	8,4	2,1	6,1	1,2	2,0	2,4	5,6
2001	0,4	100,6	0,5	0,3	-0,5	1,5	0,6	-1,8	1,2	1,6	0,5	0,4
2002	-0,5	100,1	-0,5	-0,7	0,4	-1,9	-0,4	-5,3	0,6	1,1	0,6	-0,7
2002 III	0,0	100,4	0,1	-0,2	1,3	-1,0	-0,7	-4,1	0,1	1,8	0,5	0,0
IV	0,9	100,2	1,3	1,5	2,7	1,4	0,9	-4,0	1,8	-0,5	-0,6	1,6
2003 I	0,8	100,4	1,1	0,8	1,4	1,5	-0,6	-4,8	0,0	4,7	-2,3	0,9
II	-0,5	99,9	-0,7	-1,2	-0,3	-2,0	-1,5	-5,9	-0,4	2,0	-0,2	-1,2
III	-0,4	100,2	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	0,1	-4,5	0,8	2,0	-0,6	-0,6
2003 May	-1,0	99,6	-1,2	-1,5	-0,9	-1,0	-3,0	-6,3	-2,4	0,9	-0,5	-1,3
Jun	-1,0	99,6	-1,5	-1,8	-0,5	-4,2	-1,2	-6,4	-0,4	2,0	1,0	-1,9
Jul	0,9	100,7	0,8	0,5	0,4	1,2	1,3	-3,0	2,2	1,0	2,2	0,7
Ago	-0,6	100,2	-0,3	-1,0	0,7	-3,3	0,2	-4,8	1,0	3,4	0,1	-1,0
Sep	-1,6	99,8	-1,2	-1,5	-1,4	-1,9	-1,2	-5,7	-0,7	1,6	-3,7	-1,5
Oct	.	101,0	1,2	1,1	1,4	2,3	-1,0	-2,6	-0,6	2,0	.	1,2
<i>Tasas de variación intermensuales (d)</i>												
2003 May	-0,7	-	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-0,8	-1,7	-1,5	-0,8	-0,7	-0,8
Jun	0,1	-	0,0	0,0	0,2	-1,1	0,7	0,5	0,6	2,1	1,0	-0,2
Jul	0,8	-	1,1	1,3	0,8	2,6	0,6	2,2	1,1	-0,4	1,0	1,4
Ago	-0,7	-	-0,6	-0,8	0,2	-1,6	-0,4	-2,6	-0,3	1,0	-1,9	-0,9
Sep	-0,3	-	-0,4	-0,3	-0,9	-0,2	-0,6	0,3	-1,0	-1,9	-1,9	-0,2
Oct	.	-	1,2	1,4	1,2	2,6	0,3	0,9	0,3	1,4	.	1,3

4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d) miles ²⁾	Total
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
						Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	95,9	3,1	97,7	2,3	2,9	2,2	1,4	2,5	995	6,0
2000	99,9	4,1	100,0	2,3	1,8	2,2	1,7	4,4	976	-1,8
2001	104,1	4,2	101,7	1,7	1,8	1,5	0,8	-0,2	968	-0,8
2002	106,1	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,3	-1,9	-1,8	926	-4,3
2002 III	106,7	1,9	102,3	0,4	1,2	0,3	-2,2	-0,6	919	-4,7
IV	106,6	1,5	101,7	-0,1	1,2	-0,7	-1,3	-2,5	947	0,2
2003 I	108,0	2,7	102,4	0,9	2,5	0,5	-1,8	0,2	898	-2,6
II	107,6	1,8	102,1	0,9	1,7	-0,2	-1,6	0,3	891	-2,8
III	107,7	0,9	101,8	-0,5	1,1	-1,6	-4,7	-0,8	929	1,4
2003 Jun	107,8	1,8	101,8	0,5	1,3	-0,3	-1,4	0,2	920	0,8
Jul	107,8	1,4	102,0	-0,1	0,9	-1,0	-2,1	-1,2	926	2,6
Ago	107,4	0,2	101,6	-1,1	1,3	-2,7	-7,7	-1,3	922	-0,9
Sep	107,9	1,1	101,8	-0,2	0,9	-1,1	-4,3	0,1	939	1,7
Oct	108,3	0,9	102,4	0,1	0,6	-0,7	-1,3	-0,1	929	-0,1
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	934	0,1

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

1) En el año 2000.

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

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuesta de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (índice 2000 = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad ³⁾ (porcentaje)	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador confianza industrial					Total ⁴⁾	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 ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999	97,6	-7	-16	11	6	82,6	-3	3	-4	11	1
2000	100,0	5	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	97,0	-9	-15	14	1	82,9	-5	2	-10	14	2
2002	95,6	-11	-25	11	3	81,4	-11	-1	-12	26	-3
2003	95,1	-10	-25	10	3	.	-18	-5	-21	38	-9
2002 IV	95,3	-10	-23	10	4	81,5	-14	-3	-15	30	-8
2003 I	94,9	-11	-24	10	0	81,1	-19	-5	-23	39	-9
II	94,8	-12	-27	9	0	80,8	-19	-4	-22	41	-9
III	95,0	-11	-27	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
IV	95,7	-7	-22	9	8	.	-16	-5	-17	34	-9
2003 Jul	94,7	-14	-28	12	-1	80,7	-18	-4	-21	39	-9
Ago	95,0	-11	-26	11	4	-	-17	-4	-20	37	-7
Sep	95,3	-9	-26	10	9	-	-17	-4	-18	37	-8
Oct	95,5	-8	-23	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9
Nov	96,0	-6	-21	8	10	-	-16	-4	-16	34	-8
Dic	95,6	-8	-21	9	6	-	-16	-5	-16	32	-10

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
1999	-10	-17	-2	-7	-7	17	2	27	25	26	31
2000	-5	-13	3	-2	1	17	9	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-7	17	2	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-23	18	-9	1	-4	-6	13
2003	-21	-28	-14	-14	-20	16	-5	2	-6	1	11
2002 IV	-22	-29	-15	-15	-21	17	-8	-4	-13	-4	4
2003 I	-20	-27	-13	-17	-24	17	-10	-6	-16	-11	11
II	-21	-27	-14	-15	-20	18	-6	-2	-12	0	6
III	-22	-28	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
IV	-20	-28	-12	-11	-15	15	-2	11	5	11	15
2003 Jul	-20	-27	-13	-12	-19	16	0	3	-3	3	10
Ago	-23	-29	-16	-14	-18	18	-5	6	-1	5	14
Sep	-23	-29	-16	-12	-19	14	-4	7	1	4	16
Oct	-22	-29	-14	-9	-16	12	0	9	3	9	15
Nov	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
Dic	-19	-29	-9	-13	-17	16	-5	12	7	13	15

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 consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40% y cada uno de los tres indicadores restantes tiene una ponderación del 20%.
- 3) 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.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,3	7,1	25,2	14,2	29,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	128,608	1,8	2,3	-0,8	-2,3	-0,2	1,9	2,2	5,6	1,9
2000	131,408	2,2	2,5	0,7	-1,5	0,5	2,0	3,1	5,8	1,6
2001	133,222	1,4	1,6	0,2	-0,6	0,3	0,5	1,6	3,9	1,3
2002	133,808	0,4	0,6	-0,2	-2,2	-1,4	-0,7	0,4	2,3	1,5
2002 III	133,723	0,3	0,4	-0,6	-2,2	-1,4	-0,9	0,0	2,0	1,5
IV	133,735	0,1	0,1	0,2	-2,2	-1,8	-0,8	-0,2	1,7	1,5
2003 I	133,764	0,0	-0,1	0,4	-2,2	-1,8	-0,8	0,0	1,3	1,1
II	133,888	0,1	0,1	0,5	-1,8	-1,8	0,2	0,4	1,0	1,1
III	133,861	0,1	0,0	0,3	-1,7	-2,0	-0,5	0,8	0,9	0,8
<i>Tasas de variación intertrimestrales</i>										
2002 III	0,001	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,3
IV	0,012	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,3
2003 I	0,029	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,1	0,2
II	0,124	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
III	-0,027	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,9	0,3	0,3	0,1

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por edad ⁴⁾			
	Millones	% de población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa
% del total ²⁾	100,0	100,0	77,8	77,8	22,2	22,2	49,3	49,3	50,7	50,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	12,775	9,4	9,784	8,2	2,991	18,5	6,109	7,8	6,666	11,6
2000	11,604	8,5	8,897	7,4	2,707	16,7	5,481	7,0	6,123	10,5
2001	11,071	8,0	8,541	7,0	2,530	15,7	5,317	6,8	5,754	9,7
2002	11,687	8,4	9,094	7,4	2,593	16,2	5,761	7,3	5,926	9,9
2002 III	11,785	8,5	9,184	7,4	2,601	16,2	5,830	7,4	5,955	9,9
IV	11,963	8,6	9,345	7,6	2,619	16,4	5,936	7,5	6,027	10,0
2003 I	12,194	8,7	9,525	7,7	2,669	16,7	6,067	7,6	6,128	10,1
II	12,299	8,8	9,635	7,8	2,664	16,7	6,125	7,7	6,174	10,2
III	12,296	8,8	9,655	7,8	2,641	16,7	6,140	7,7	6,156	10,1
2003 Jun	12,297	8,8	9,638	7,8	2,659	16,7	6,128	7,7	6,169	10,2
Jul	12,289	8,8	9,637	7,8	2,652	16,7	6,126	7,7	6,163	10,1
Ago	12,292	8,8	9,653	7,8	2,639	16,7	6,136	7,7	6,156	10,1
Sep	12,306	8,8	9,674	7,8	2,632	16,7	6,158	7,8	6,148	10,1
Oct	12,322	8,8	9,696	7,8	2,625	16,6	6,177	7,8	6,145	10,1
Nov	12,312	8,8	9,695	7,8	2,617	16,6	6,176	7,8	6,136	10,1

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

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

2) En el año 2002.

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/superávit²⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro¹⁾ - recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ³⁾	
		Impuestos directos	Hogares		Empresas		Impuestos indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales		Empleadores	Asalariados	Ventas		Impuestos sobre el capital
			3	4	5	6			8	9					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1994	47,6	47,1	11,6	9,3	1,9	13,4	0,8	17,5	8,5	5,7	2,5	0,4	0,2	42,8	
1995	47,2	46,6	11,6	9,2	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,6	2,5	0,5	0,3	42,6	
1996	48,0	47,5	12,0	9,4	2,3	13,4	0,8	17,6	8,7	5,6	2,5	0,5	0,3	43,3	
1997	48,2	47,6	12,2	9,3	2,5	13,5	0,7	17,6	8,8	5,6	2,5	0,6	0,4	43,7	
1998	47,6	47,2	12,4	9,6	2,5	14,1	0,7	16,5	8,5	5,0	2,5	0,4	0,3	43,3	
1999	48,2	47,7	12,8	9,8	2,6	14,3	0,6	16,4	8,5	5,0	2,5	0,5	0,3	43,8	
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,4	0,5	0,3	43,6	
2001	47,1	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,3	0,5	0,3	42,7	
2002	46,5	45,9	12,1	9,5	2,4	13,8	0,5	16,0	8,4	4,7	2,3	0,5	0,3	42,2	

2. Zona del euro¹⁾ - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ⁴⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias corrientes		Subvenciones	Inversión	Transferencias de capital		Pagadas por instituciones de la UE		
						6	7			8	10			11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,6	23,0	2,4	0,6	4,3	2,9	1,5	0,0	47,1
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,7	26,1	22,9	2,2	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,5
1996	52,3	48,3	11,2	4,8	5,7	26,6	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,6
1997	50,9	47,2	11,0	4,7	5,1	26,3	23,2	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,7
1998	49,9	46,0	10,7	4,6	4,7	26,0	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,2
1999	49,4	45,4	10,7	4,7	4,2	25,8	22,6	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,2
2000	48,7	44,7	10,5	4,7	4,0	25,5	22,3	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,7
2001	48,7	44,6	10,5	4,7	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,2	2,5	1,6	0,0	44,8
2002	48,7	44,8	10,6	4,8	3,7	25,7	22,8	1,8	0,5	3,9	2,4	1,5	0,0	45,1

3. Zona del euro¹⁾ - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit/superávit (-) primario (+)	Consumo público ⁵⁾							
	Total	Estado	Admin. regional	Admin. local	Intereses		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
1994	-5,1	-4,4	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,8	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,5	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,5	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,6	11,2	4,8	5,2	1,9	-2,5	8,6	12,0
1997	-2,6	-2,3	-0,4	0,1	0,0	2,5	20,4	11,0	4,7	5,1	1,9	-2,5	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,0	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,0	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,5	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,4	8,1	11,9
2001	-1,7	-1,5	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,3	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,3	8,2	12,2

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	-0,4	-1,5	-1,8	-1,2	-1,8	2,4	-1,7	3,5	0,7	-2,3	-2,8	2,2
2000	0,2	1,3	-1,9	-0,8	-1,4	4,4	-0,6	6,4	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-1,5	-0,3	-1,5	0,9	-2,6	6,1	0,0	0,3	-4,2	5,2
2002	0,1	-3,5	-1,2	0,1	-3,1	-0,2	-2,3	2,5	-1,6	-0,2	-2,7	4,2

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

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

2) Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. Sin embargo, las cifras no incluyen los ingresos por venta de licencias UMTS (Sistema Universal de Telefonía Móvil) en el 2000 (el déficit/superávit de la zona del euro en el que se incluyen dichos ingresos es igual a 0,2). Las operaciones entre países e instituciones de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre distintas administraciones no están consolidadas.

3) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

4) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

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

6) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

6.2 Deuda²⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro¹⁾ - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ³⁾				Otros acreedores ⁴⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1993	67,3	2,7	17,0	10,0	37,6	52,5	27,6	8,8	16,1	14,8
1994	70,0	2,9	16,1	10,3	40,6	55,8	29,8	10,0	15,9	14,2
1995	74,2	2,9	17,7	9,9	43,8	58,3	30,5	11,0	16,8	15,9
1996	75,4	2,9	17,2	9,9	45,5	58,9	30,3	13,2	15,4	16,5
1997	74,9	2,8	16,3	8,9	46,8	56,9	29,1	14,5	13,3	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,3	10,1	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,3
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	46,0	22,8	13,3	9,8	23,6
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,7	22,5	12,5	9,6	24,5
2002	69,0	2,5	11,8	6,7	48,0	43,1	21,4	12,1	9,5	25,9

2. Zona del euro¹⁾ - deuda de las AAPP por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁵⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda		Otras monedas
		Estado	Admón. regional	Admón. local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁶⁾	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	65,6	2,9	1,7	
1994	70,0	57,9	5,4	6,1	0,5	11,2	58,8	7,4	16,5	26,8	68,1	3,0	1,9	
1995	74,2	61,7	5,7	6,0	0,8	10,6	63,6	6,8	17,6	26,4	72,5	2,9	1,7	
1996	75,4	62,9	6,1	5,9	0,5	10,2	65,2	6,3	19,2	25,4	73,7	2,7	1,8	
1997	74,9	62,3	6,3	5,6	0,6	8,8	66,0	6,0	18,6	25,4	73,0	2,8	1,9	
1998	73,2	61,1	6,3	5,4	0,4	7,7	65,4	5,5	16,4	26,1	71,6	3,2	1,5	
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,5	65,6	5,0	14,4	26,9	70,3	-	1,7	
2000	69,6	58,1	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,4	14,3	27,6	67,8	-	1,7	
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	3,2	14,6	26,3	67,6	-	1,6	
2002	69,0	57,5	6,4	4,9	0,3	6,2	62,8	3,3	15,4	25,1	67,6	-	1,4	

3. Países de la zona del euro - deuda de las AAPP

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	114,9	61,2	105,2	63,1	58,5	48,6	114,9	5,9	63,1	67,5	54,3	47,0
2000	109,6	60,2	106,2	60,5	57,2	38,4	110,6	5,5	55,9	66,8	53,3	44,6
2001	108,5	59,5	106,9	56,8	56,8	36,1	109,5	5,5	52,9	67,3	55,5	44,0
2002	105,8	60,8	104,7	53,8	59,0	32,4	106,7	5,7	52,4	67,3	58,1	42,7

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

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

2) Los datos son, en parte, estimaciones. Deuda bruta consolidada de las AAPP en valor nominal a final de año. No están consolidadas las tenencias en poder de otras administraciones.

3) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.

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

5) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.

6) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda ²⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro¹⁾ - variaciones en la deuda de las AAPP por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ³⁾	Efectos de valoración ⁴⁾	Otras variaciones en volumen ⁵⁾	Efecto agregación ⁶⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁷⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁸⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1993	8,0	7,5	0,4	0,1	0,1	0,2	1,2	0,1	6,5	3,6	2,0	1,3	4,4
1994	6,0	5,2	0,2	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,9	4,9	5,9	3,6	1,7	0,2
1995	7,8	5,5	0,2	2,3	-0,2	0,2	2,3	0,0	5,2	5,3	2,2	1,5	2,4
1996	3,8	4,2	-0,2	0,1	-0,3	0,1	0,1	0,4	3,2	2,6	0,8	2,6	1,2
1997	2,3	2,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	3,1	0,2	-0,1	1,8	2,0
1998	1,7	1,9	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	-0,6	2,6	-1,0	-0,8	2,4	2,6
1999	1,7	1,4	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,7	2,6	-1,5	-0,7	-0,7	3,2
2000	0,9	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7	-1,5	-1,3	-0,9	2,4
2001	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	1,4	0,2	0,1	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	1,7	-0,2	-0,3	0,0	2,2

2. Zona del euro¹⁾ - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ³⁾	Ajuste entre déficit y deuda ¹⁰⁾												
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹²⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1993	8,0	-5,7	2,3	1,5	1,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,1	0,3	
1994	6,0	-5,1	0,9	0,0	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,7	0,1	
1995	7,8	-5,1	2,7	0,6	0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,2	-0,1	2,3	-0,3	
1996	3,8	-4,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	
1997	2,3	-2,6	-0,3	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2	
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	
1999	1,7	-1,3	0,4	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,9	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	
2000	0,9	0,2	1,1	0,9	0,7	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,4	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	
2002	2,0	-2,3	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	

Fuente: BCE.

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

2) Los datos son, en parte, estimaciones. Variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada expresada en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1) ÷ PIB (t)].

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

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

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

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

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

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

9) Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.

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

11) Excluye derivados financieros.

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



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Balanza de pagos

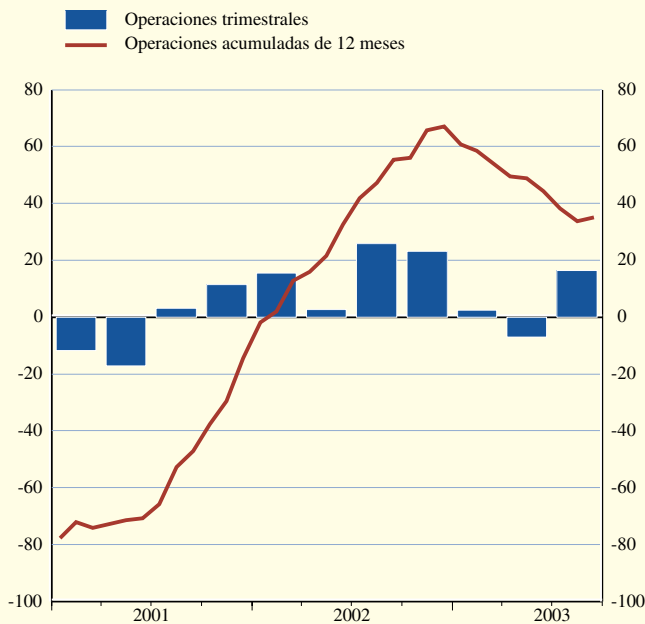
(mm de euros; operaciones netas)

1. Resumen de la balanza de pagos

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	-14,5	73,6	-1,1	-35,7	-51,3	6,7	-7,8	-24,4	-102,4	68,1	-1,5	-6,4	17,8	32,2
2002	67,0	130,6	11,3	-28,2	-46,7	10,9	77,9	-97,2	-41,5	103,4	-10,2	-146,6	-2,3	19,3
2002 III	25,8	38,1	7,0	-8,2	-11,2	2,0	27,9	-53,6	-10,8	19,9	-9,0	-49,1	-4,6	25,8
2002 IV	23,1	34,5	3,4	-0,7	-14,0	2,4	25,6	-48,5	-6,0	42,0	-2,9	-80,3	-1,3	22,9
2003 I	2,4	16,6	1,6	-12,7	-3,1	2,0	4,4	-25,1	-0,9	7,0	-2,5	-40,7	11,9	20,7
2003 II	-7,0	25,1	4,3	-17,2	-19,2	1,8	-5,2	-41,3	5,4	42,2	-2,8	-88,1	2,0	46,5
2003 III	16,5	38,6	5,5	-10,3	-17,3	2,7	19,1	-22,8	-12,4	-70,5	-5,2	63,7	1,7	3,6
2002 Oct	4,6	12,5	0,5	-2,1	-6,3	1,4	5,9	-13,9	-6,9	27,6	0,5	-37,2	2,1	7,9
2002 Nov	10,6	12,4	1,6	0,4	-3,9	0,3	10,9	-18,9	7,3	15,1	-0,8	-38,1	-2,4	8,0
2002 Dic	7,9	9,6	1,2	1,0	-3,8	0,8	8,7	-15,7	-6,4	-0,7	-2,5	-5,0	-1,1	7,0
2003 Ene	-5,2	1,5	-0,5	-9,4	3,2	2,1	-3,1	-12,2	-2,2	-0,6	-1,5	-9,4	1,5	15,3
2003 Feb	3,4	8,7	0,4	-2,6	-3,2	-0,9	2,4	-19,6	2,9	-6,6	-0,1	-21,2	5,3	17,2
2003 Mar	4,3	6,5	1,7	-0,8	-3,1	0,8	5,1	6,7	-1,5	14,2	-0,9	-10,1	5,0	-11,8
2003 Abr	-10,0	6,9	0,4	-10,9	-6,5	0,1	-9,9	16,1	-18,4	25,1	-4,7	13,3	0,8	-6,2
2003 May	-0,1	7,6	1,3	-3,6	-5,5	0,2	0,1	-33,4	0,7	1,1	1,4	-37,0	0,4	33,3
2003 Jun	3,1	10,5	2,5	-2,8	-7,2	1,5	4,6	-24,0	23,1	16,0	0,5	-64,4	0,9	19,4
2003 Jul	2,0	15,3	2,8	-10,1	-6,1	0,8	2,8	-6,1	-3,2	-35,6	-2,7	33,8	1,6	3,4
2003 Ago	4,9	10,6	0,8	-0,9	-5,5	1,7	6,6	-3,0	-2,6	-42,5	-1,6	43,4	0,3	-3,6
2003 Sep	9,6	12,6	1,9	0,8	-5,7	0,2	9,8	-13,7	-6,6	7,6	-0,9	-13,5	-0,2	3,9
2003 Oct	8,1	14,9	2,0	-5,7	-3,3	1,1	9,2	-2,5	-8,3	26,5	1,4	-22,4	0,2	-6,6
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2003 Oct	38,5	117,3	16,2	-44,5	-50,5	8,6	47,1	-126,4	-15,3	19,6	-12,5	-130,6	12,3	79,2

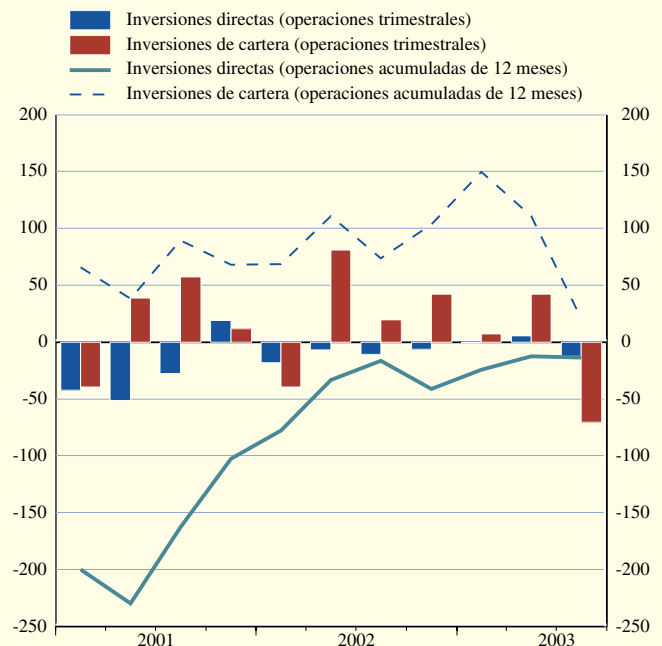
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

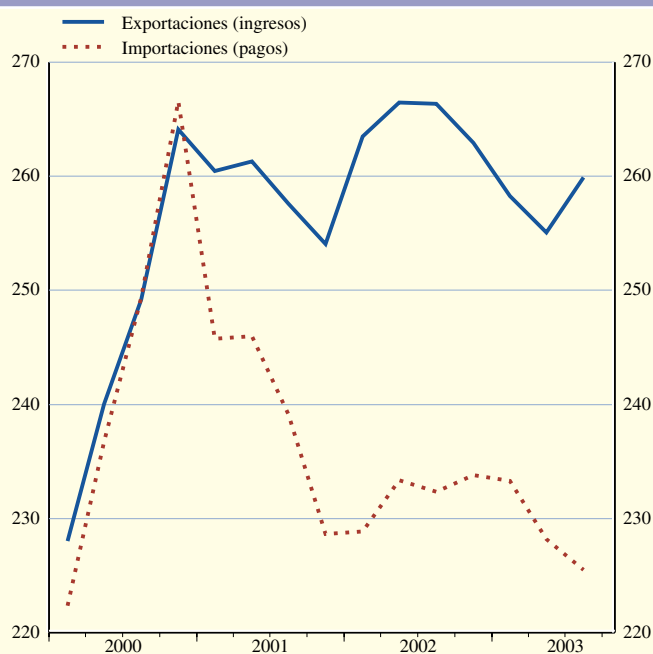
2. Cuenta corriente

(datos desestacionalizados)

	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002 III	435,3	413,0	22,3	266,3	232,3	84,8	79,4	61,4	69,4	22,8	31,9
IV	432,0	414,5	17,5	262,9	233,8	82,9	79,3	62,9	67,3	23,2	34,1
2003 I	418,8	414,5	4,4	258,2	233,3	83,6	77,9	55,7	69,6	21,2	33,7
II	411,8	409,3	2,5	255,1	228,2	78,2	76,1	58,8	70,6	19,8	34,4
III	415,8	403,7	12,1	259,9	225,5	78,7	74,9	57,6	67,4	19,6	36,0
2002 Oct	142,9	140,3	2,6	87,7	78,4	27,6	26,7	20,5	23,5	7,1	11,7
Nov	148,4	139,1	9,4	89,1	77,9	28,2	26,2	22,7	23,6	8,4	11,4
Dic	140,7	135,1	5,6	86,1	77,4	27,2	26,4	19,7	20,3	7,6	11,0
2003 Ene	143,0	140,9	2,2	88,1	78,4	28,7	26,4	19,0	24,6	7,3	11,4
Feb	139,6	137,9	1,7	87,0	77,3	27,5	25,9	18,4	23,4	6,8	11,3
Mar	136,2	135,8	0,4	83,2	77,7	27,5	25,6	18,3	21,6	7,2	10,9
Abr	140,8	141,3	-0,6	87,4	77,3	26,4	25,6	20,8	27,2	6,2	11,3
May	137,1	134,5	2,7	85,5	76,5	25,8	25,4	19,4	21,3	6,5	11,3
Jun	133,9	133,5	0,4	82,2	74,4	26,0	25,1	18,6	22,1	7,1	11,8
Jul	138,4	137,1	1,3	86,0	75,4	26,3	25,2	19,3	24,0	6,8	12,5
Ago	139,8	137,0	2,7	86,6	76,4	26,0	25,0	20,3	23,1	6,9	12,5
Sep	137,6	129,6	8,0	87,3	73,6	26,5	24,7	18,0	20,3	5,9	11,1
Oct	139,2	133,6	5,6	88,2	76,7	27,4	25,1	17,2	23,8	6,4	8,1

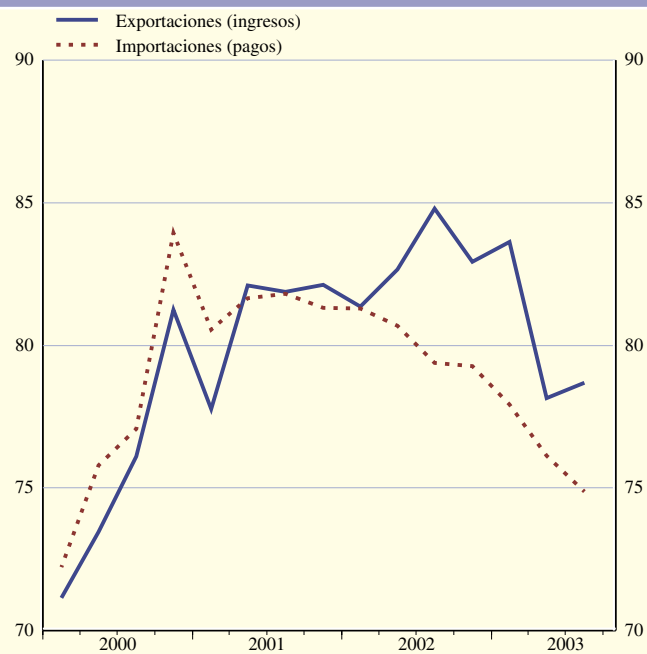
C29 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados)



C30 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

3. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente											Cuenta de capital	
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Tranferencias corrientes		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2001	1.714,4	1.728,9	-14,5	1.033,8	960,3	324,5	325,6	277,3	313,0	78,8	130,0	17,4	10,7
2002	1.728,8	1.661,8	67,0	1.059,6	929,0	332,2	320,8	251,3	279,6	85,7	132,4	18,9	8,0
2002 III	431,9	406,1	25,8	263,3	225,2	91,3	84,2	58,5	66,7	18,8	29,9	4,1	2,0
IV	443,3	420,1	23,1	273,6	239,2	84,4	81,0	64,9	65,6	20,4	34,4	5,2	2,7
2003 I	414,3	411,8	2,4	252,6	236,0	75,7	74,1	53,4	66,1	32,6	35,7	5,3	3,4
II	408,3	415,3	-7,0	253,5	228,3	78,2	73,9	61,4	78,6	15,2	34,4	4,4	2,6
III	413,5	397,0	16,5	257,1	218,6	84,8	79,4	55,3	65,6	16,2	33,6	4,0	1,3
2002 Oct.	151,9	147,3	4,6	97,6	85,1	28,8	28,3	20,3	22,4	5,2	11,5	2,0	0,6
Nov.	146,2	135,6	10,6	92,1	79,7	26,6	25,0	20,4	20,0	7,1	11,0	1,1	0,8
Dec.	145,1	137,2	7,9	83,9	74,3	29,0	27,8	24,1	23,2	8,1	11,9	2,1	1,3
2003 Ene	144,0	149,2	-5,2	82,2	80,7	25,6	26,1	18,4	27,7	17,8	14,6	2,6	0,5
Feb	131,4	128,0	3,4	83,1	74,4	23,6	23,2	16,9	19,5	7,8	10,9	1,5	2,5
Mar	138,9	134,6	4,3	87,3	80,9	26,4	24,7	18,1	18,9	7,0	10,1	1,2	0,4
Abr	136,5	146,5	-10,0	85,3	78,4	25,4	24,9	21,0	31,9	4,8	11,3	0,5	0,4
May	134,4	134,6	-0,1	83,7	76,1	25,6	24,3	19,9	23,5	5,1	10,6	1,4	1,2
Jun	137,4	134,2	3,1	84,4	73,9	27,2	24,7	20,5	23,3	5,2	12,5	2,6	1,0
Jul	147,9	145,9	2,0	91,7	76,4	30,7	27,9	19,6	29,6	5,9	12,0	1,3	0,5
Aug.	126,7	121,8	4,9	77,1	66,4	26,7	25,9	17,5	18,5	5,4	11,0	2,1	0,4
Sep.	138,9	129,3	9,6	88,3	75,7	27,4	25,5	18,2	17,4	5,0	10,6	0,7	0,5
Oct.	148,5	140,4	8,1	98,1	83,2	28,6	26,5	17,1	22,7	4,7	7,9	1,6	0,5

4. Cuenta de rentas

	Total		Rentas del trabajo		Rentas de la inversión							
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas					
					Ingresos	Pagos	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones	
							Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	277,3	313,0	14,7	5,9	262,6	307,1	60,6	59,0	50,4	49,8	10,2	9,2
2002	251,3	279,6	14,7	6,0	236,7	273,6	67,0	57,1	59,1	51,2	7,9	5,9
2002 II	65,6	80,4	3,5	1,5	62,0	78,9	19,4	16,7	17,7	15,4	1,8	1,3
III	58,5	66,7	3,7	1,6	54,9	65,1	13,4	12,5	12,0	11,1	1,4	1,4
IV	64,9	65,6	3,9	1,6	61,0	64,0	19,5	15,2	17,1	13,3	2,4	1,9
2003 I	53,4	66,1	3,6	1,2	49,8	64,9	10,1	13,0	8,4	11,1	1,7	1,9
II	61,4	78,6	3,6	1,4	57,8	77,2	17,1	19,3	14,3	17,0	2,8	2,3

	Rentas de la inversión									
	Inversiones de cartera						Otras inversiones			
	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos		
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
13	14	15	16	17	18	19	20			
2001	85,0	116,8	17,9	44,7	67,0	72,1	117,0	131,2		
2002	86,4	123,9	20,4	52,7	65,9	71,2	83,3	92,6		
2002 II	23,0	39,7	6,6	24,3	16,4	15,4	19,6	22,5		
III	21,0	30,6	4,5	10,6	16,5	20,0	20,4	22,0		
IV	21,1	26,2	4,5	9,1	16,6	17,1	20,4	22,6		
2003 I	19,0	31,8	3,7	8,4	15,4	23,4	20,7	20,1		
II	22,0	36,8	6,9	20,7	15,1	16,1	18,7	21,2		

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

5. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM		Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosistema	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-305,0	-234,7	-19,9	-214,8	-70,3	-0,1	-70,2	202,6	148,8	4,4	144,4	53,8	0,9	52,9
2002	-183,5	-156,7	-17,3	-139,3	-26,8	0,0	-26,8	142,0	95,7	3,1	92,6	46,3	0,5	45,8
2002 III	-32,6	-39,8	-5,1	-34,7	7,2	0,0	7,2	21,8	12,3	0,7	11,5	9,5	0,6	9,0
IV	-41,2	-34,2	-5,7	-28,6	-6,9	0,0	-6,9	35,1	34,2	0,7	33,5	0,9	0,0	1,0
2003 I	-36,5	-19,3	-1,9	-17,4	-17,2	-0,1	-17,1	35,6	25,6	0,8	24,8	10,0	-0,1	10,1
II	-30,1	-21,2	5,4	-26,6	-8,9	-0,3	-8,5	35,4	29,4	1,9	27,6	6,0	0,0	6,0
III	-22,7	-22,3	-0,6	-21,7	-0,4	-0,1	-0,3	10,3	4,7	0,2	4,5	5,6	-0,7	6,3
2002 Oct	-14,5	-8,0	-0,9	-7,1	-6,6	0,0	-6,6	7,6	6,7	0,2	6,5	0,9	-0,1	0,9
Nov	-15,4	-7,9	-1,2	-6,7	-7,4	0,0	-7,4	22,7	15,9	0,0	15,9	6,8	0,0	6,8
Dic	-11,3	-18,4	-3,6	-14,7	7,1	0,0	7,1	4,8	11,6	0,4	11,1	-6,7	0,0	-6,7
2003 Ene	-14,7	-8,5	-0,7	-7,8	-6,2	0,0	-6,2	12,5	10,9	0,2	10,6	1,7	0,0	1,7
Feb	-7,1	-5,3	-0,4	-4,9	-1,8	0,0	-1,8	10,0	6,2	0,8	5,4	3,7	-0,1	3,8
Mar	-14,7	-5,4	-0,7	-4,7	-9,3	-0,1	-9,2	13,1	8,5	-0,2	8,7	4,6	0,0	4,7
Abr	-24,4	-7,9	-1,3	-6,6	-16,5	-0,3	-16,2	6,0	7,5	0,2	7,3	-1,5	0,0	-1,5
May	-15,6	-16,2	-0,7	-15,5	0,6	0,0	0,6	16,3	15,2	0,2	15,0	1,0	-0,1	1,1
Jun	9,9	2,8	7,3	-4,5	7,1	0,0	7,1	13,2	6,7	1,5	5,2	6,5	0,1	6,4
Jul	-7,6	-6,2	-0,9	-5,3	-1,4	0,0	-1,4	4,4	3,9	0,1	3,8	0,5	-0,7	1,2
Ago	-5,9	-9,9	-0,5	-9,4	4,0	0,0	4,0	3,3	0,9	0,1	0,8	2,5	0,1	2,4
Sep	-9,2	-6,2	0,7	-7,0	-2,9	0,0	-2,9	2,6	0,0	0,0	-0,1	2,6	-0,1	2,7
Oct	-11,2	-6,0	2,1	-8,1	-5,2	0,0	-5,2	2,9	5,2	0,0	5,2	-2,4	0,1	-2,4

6. Inversiones de cartera por instrumento

	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos			Pasivos		
					Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario	Total	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	-288,2	356,3	-104,8	233,2	-183,5	-155,8	-27,6	123,1	114,0	9,1
2002	-173,9	277,3	-40,2	90,8	-133,7	-88,9	-44,8	186,6	127,7	58,9
2002 III	-21,6	41,5	12,7	6,4	-34,3	-19,1	-15,2	35,1	8,1	27,0
IV	-32,8	74,8	-8,4	13,5	-24,4	-20,0	-4,4	61,3	46,7	14,7
2003 I	-47,3	54,3	10,8	3,7	-58,0	-49,9	-8,1	50,6	47,9	2,7
II	-96,3	138,5	-32,3	30,5	-64,0	-53,9	-10,1	108,0	97,5	10,5
III	-62,7	-7,8	-15,0	21,2	-47,7	-50,8	3,1	-29,0	-20,2	-8,8
2002 Oct	-3,0	30,6	-0,7	-0,6	-2,3	-5,7	3,4	31,2	19,6	11,6
Nov	-7,6	22,7	0,2	15,3	-7,8	-4,4	-3,4	7,4	5,5	1,9
Dic	-22,3	21,5	-8,0	-1,2	-14,3	-9,9	-4,4	22,7	21,6	1,2
2003 Ene	-18,7	18,1	2,3	13,5	-21,0	-15,1	-6,0	4,6	5,5	-0,9
Feb	-21,5	14,9	0,8	2,1	-22,2	-20,3	-2,0	12,8	4,3	8,5
Mar	-7,1	21,3	7,7	-11,8	-14,8	-14,6	-0,2	33,1	38,1	-4,9
Abr	-17,0	42,1	-7,1	16,0	-9,9	-14,7	4,7	26,1	10,1	15,9
May	-35,7	36,8	-10,4	-7,4	-25,2	-17,6	-7,6	44,2	42,4	1,8
Jun	-43,6	59,6	-14,8	21,8	-28,8	-21,6	-7,2	37,8	44,9	-7,2
Jul	-29,5	-6,1	-8,1	13,1	-21,4	-27,2	5,8	-19,2	-17,4	-1,8
Ago	-12,2	-30,3	-0,2	-6,1	-11,9	-12,4	0,5	-24,2	-11,2	-13,0
Sep	-21,0	28,6	-6,6	14,2	-14,4	-11,2	-3,2	14,4	8,4	6,0
Oct	-34,5	61,1	-14,4	27,5	-20,1	-10,5	-9,6	33,6	17,8	15,7

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
													Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-108,4	-2,1	-106,4	0,2	-67,1	-89,0	-1,2	-87,8	-2,4	-40,7	15,4	-0,1	15,5
2002	-0,4	-7,8	-32,0	-4,4	-27,6	-0,6	-14,6	-73,8	-1,0	-72,7	2,1	-33,0	-13,9	-1,0	-12,9
2002 III	-0,1	3,2	9,5	-0,6	10,1	-0,5	-4,1	-14,6	-0,3	-14,2	0,9	-13,3	-2,7	0,2	-2,9
IV	-0,2	-2,7	-5,6	-1,2	-4,4	0,0	-1,9	-18,1	-0,4	-17,7	0,4	-4,8	0,0	0,1	-0,2
2003 I	-0,1	-3,7	14,6	-0,6	15,2	-0,4	-22,9	-26,6	0,2	-26,9	-1,4	-7,3	0,6	-1,6	2,2
II	-0,2	0,7	-32,9	-0,8	-32,2	-0,2	-21,2	-32,4	0,0	-32,4	1,1	-4,4	-6,7	1,0	-7,8
III	-0,1	-6,1	-8,8	.	.	-1,4	-7,9	-41,5	.	.	0,0	-1,3	4,5	.	.
2002 Oct	-0,1	-1,8	1,1	-	-	-0,3	-1,1	-4,3	-	-	0,4	3,8	-0,7	-	-
Nov	-0,2	-0,7	1,1	-	-	0,6	-6,0	1,0	-	-	-0,1	-8,7	5,4	-	-
Dic	0,0	-0,2	-7,8	-	-	-0,3	5,2	-14,7	-	-	0,1	0,2	-4,8	-	-
2003 Ene	0,1	1,5	0,7	-	-	-0,4	-11,9	-2,8	-	-	-0,3	-12,8	7,2	-	-
Feb	-0,1	-1,5	2,4	-	-	0,4	-9,7	-10,9	-	-	-0,8	-0,8	-0,3	-	-
Mar	0,0	-3,8	11,6	-	-	-0,4	-1,3	-12,9	-	-	-0,2	6,2	-6,2	-	-
Abr	-0,1	0,7	-7,6	-	-	-0,1	-7,3	-7,3	-	-	0,5	2,9	1,3	-	-
May	0,0	0,2	-10,6	-	-	-0,2	-2,0	-15,4	-	-	0,9	-6,2	-2,3	-	-
Jun	0,0	-0,1	-14,6	-	-	0,1	-12,0	-9,7	-	-	-0,4	-1,1	-5,7	-	-
Jul	0,0	-2,5	-5,6	-	-	-0,1	-2,3	-24,8	-	-	0,1	-2,9	8,6	-	-
Ago	0,0	-0,5	0,3	-	-	-0,6	-3,8	-8,0	-	-	0,0	3,6	-3,2	-	-
Sep	0,0	-3,2	-3,5	-	-	-0,7	-1,8	-8,7	-	-	-0,2	-2,0	-0,9	-	-
Oct	0,0	-4,9	-9,5	-	-	0,1	-2,3	-8,3	-	-	0,0	-5,3	-4,3	-	-

8. Otras inversiones por sector

	Total		Eurosistema		AAPP		IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Total		A largo plazo		A corto plazo		Activos	Pasivos
							Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	-267,6	261,2	0,6	4,4	3,0	-0,4	-229,1	232,4	-46,1	21,8	-183,0	210,5	-42,1	24,8
2002	-205,4	58,8	-1,2	19,3	0,0	-8,2	-164,8	28,4	-31,4	52,5	-133,4	-24,1	-39,5	19,3
2002 III	-59,9	10,8	0,3	3,6	-0,6	-2,8	-33,3	13,9	-5,4	6,2	-28,0	7,6	-26,3	-3,9
IV	-99,2	18,9	-0,4	6,2	0,3	-1,0	-88,1	0,8	-19,2	16,3	-68,8	-15,6	-11,0	12,9
2003 I	-114,7	74,0	-0,6	-4,4	-1,8	-8,4	-65,4	60,2	-15,1	10,1	-50,4	50,0	-46,9	26,6
II	-120,2	32,1	0,2	2,3	-1,5	3,9	-103,2	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-15,6	-1,0
III	76,2	-12,5	0,4	2,7	-0,8	4,7	86,3	-10,2	-15,1	13,8	101,4	-23,9	-9,7	-9,7
2002 Oct	-69,5	32,3	-0,1	0,9	-0,4	1,3	-54,8	22,6	-5,6	8,2	-49,2	14,4	-14,2	7,6
Nov	-77,2	39,1	0,9	2,0	-1,6	-0,3	-66,5	35,1	-8,3	-6,1	-58,2	41,2	-10,0	2,3
Dic	47,6	-52,6	-1,3	3,3	2,3	-2,0	33,2	-57,0	-5,4	14,2	38,6	-71,2	13,3	3,1
2003 Ene	-9,8	0,4	0,5	-2,4	-2,4	-6,2	3,1	1,6	-3,7	1,3	6,8	0,3	-11,0	7,4
Feb	-83,3	62,1	-0,5	-2,0	-3,8	-2,2	-54,9	54,1	-6,3	4,5	-48,6	49,6	-24,1	12,2
Mar	-21,6	11,5	-0,5	0,0	4,4	0,1	-13,7	4,4	-5,1	4,2	-8,6	0,2	-11,8	7,0
Abr	-42,8	56,1	0,0	-0,3	0,9	2,7	-32,7	52,1	-3,7	2,0	-29,1	50,1	-11,0	1,6
May	-46,8	9,9	0,7	0,9	-3,5	1,3	-35,2	3,8	-1,7	2,8	-33,5	1,0	-8,8	3,9
Jun	-30,5	-33,9	-0,5	1,6	1,1	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	4,2	-6,5
Jul	34,8	-0,9	0,1	1,5	-2,7	1,8	43,7	2,7	-5,1	7,5	48,8	-4,8	-6,3	-7,0
Ago	74,3	-30,9	0,3	0,4	0,4	0,4	72,2	-32,2	-2,8	2,2	75,0	-34,4	1,4	0,5
Sep	-32,9	19,3	0,0	0,7	1,5	2,5	-29,6	19,3	-7,1	4,1	-22,4	15,3	-4,8	-3,2
Oct	-48,0	25,6	-0,3	-0,3	1,7	-1,8	-39,8	24,6	-8,0	7,0	-31,8	17,6	-9,5	3,1

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

9. Otras inversiones por instrumento

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

	IFM (excluido Eurosistema)						Otros sectores								
	Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos			Créditos comerciales			Préstamos/efectivo y depósitos			Otros activos/pasivos		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
2001	-215,1	222,2	7,1	-14,0	10,2	-3,9	-3,5	1,3	-2,2	-29,6	18,3	-11,3	-8,9	5,2	-3,8
2002	-161,0	31,2	-129,8	-3,8	-2,8	-6,6	-3,5	-3,0	-6,4	-34,1	16,0	-18,1	-1,9	6,3	4,3
2002 II	-64,1	-11,1	-75,2	-1,0	-1,3	-2,3	-2,5	-1,3	-3,8	-8,5	-0,2	-8,8	0,3	1,0	1,4
III	-31,0	11,8	-19,2	-2,3	2,1	-0,3	-1,8	1,9	0,1	-24,6	-8,0	-32,6	0,1	2,2	2,3
IV	-93,1	10,4	-82,7	5,1	-9,6	-4,6	0,2	-3,0	-2,8	-10,6	14,2	3,6	-0,5	1,7	1,2
2003 I	-63,5	59,7	-3,8	-1,9	0,5	-1,5	-1,3	5,1	3,8	-39,8	18,2	-21,6	-5,8	3,2	-2,6
II	-103,9	28,7	-75,2	0,7	-1,6	-1,0	-1,4	-0,9	-2,2	-6,7	-6,4	-13,2	-7,5	6,3	-1,2

10. Activos de reserva

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

Fuente: BCE.

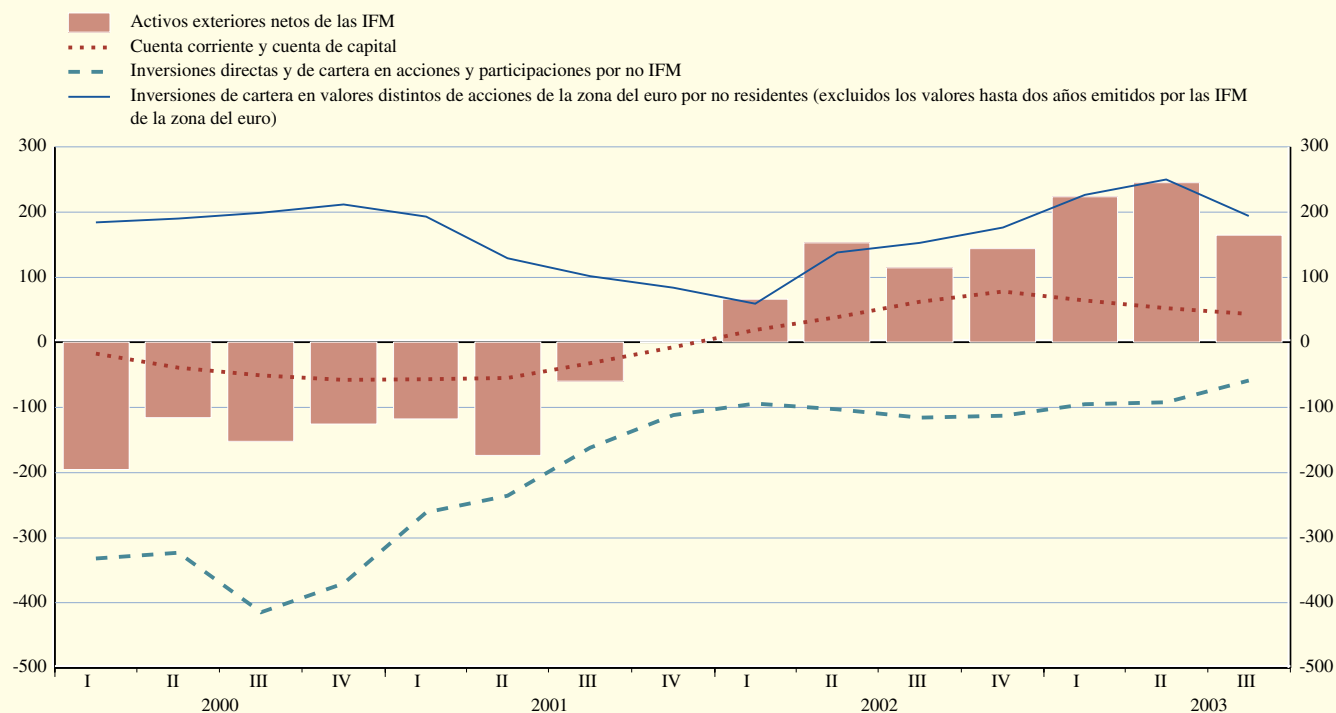
7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(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 resid. en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y particip. ¹⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	-7,8	-285,0	201,7	-182,0	172,9	84,3	-39,1	24,4	-1,5	32,2	0,1	-7,3
2002	77,9	-166,2	141,6	-119,7	53,9	176,1	-39,5	11,0	-10,2	19,3	144,3	166,8
2002 III	27,9	-27,6	21,2	-7,7	-4,2	42,2	-26,9	-6,7	-9,0	25,8	35,1	33,9
IV	25,6	-35,5	35,2	-23,8	4,0	51,5	-10,7	11,9	-2,9	22,9	78,4	86,8
2003 I	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,7	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,4	31,0
II	-5,2	-35,1	35,4	-72,1	34,1	110,2	-17,1	2,8	-2,8	46,5	96,8	95,9
III	19,1	-21,9	11,0	-45,8	23,3	-14,0	-10,5	-5,0	-5,2	3,6	-45,4	-55,8

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

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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

	Total (n.d)		Exportaciones (f.o.b.)						Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	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 interanuales para las columnas 1 y 2)														
1999	4,3	9,7	815,3	381,1	178,0	218,5	710,9	784,4	424,8	145,7	192,6	592,3	62,5	
2000	21,7	29,4	1.001,2	480,1	217,6	261,4	874,7	1.024,1	589,5	183,1	220,9	744,9	122,6	
2001	6,1	-0,9	1.063,7	492,7	236,5	287,7	932,0	1.012,7	576,1	178,4	226,6	738,6	107,8	
2002	2,0	-2,8	1.085,4	500,5	230,3	308,1	948,6	984,8	557,3	163,5	233,4	716,9	105,2	
2002 II	2,7	-3,4	273,5	126,7	57,7	77,1	239,3	248,4	141,6	39,9	58,3	180,2	27,0	
III	3,9	-1,4	272,2	124,7	57,9	78,2	238,3	245,5	138,9	41,8	58,0	180,5	26,4	
IV	2,3	2,4	269,6	124,6	56,8	76,3	235,0	247,4	139,4	40,8	59,2	178,1	27,8	
2003 I	-0,9	3,4	266,3	122,7	55,3	74,9	230,2	250,3	142,0	40,8	58,2	177,2	29,9	
II	-6,0	-3,2	259,5	119,8	53,4	72,3	225,3	243,4	133,4	39,0	59,1	176,2	25,4	
III	-2,9	-2,3	263,9	120,5	55,8	73,5	229,7	240,3	131,9	38,3	58,0	174,2	25,9	
2003 May	-7,2	-3,3	85,5	39,9	17,2	24,0	74,5	80,6	44,3	12,8	19,5	57,6	7,9	
Jun	-5,6	-2,5	86,1	39,2	18,4	23,6	74,7	80,1	43,2	13,0	19,8	58,7	8,0	
Jul	-3,7	-3,0	87,2	39,2	18,9	24,2	75,5	79,6	43,2	12,9	19,5	58,5	8,7	
Ago	-6,4	-5,3	88,1	40,8	17,8	24,6	76,7	81,2	44,6	12,6	19,3	57,3	8,9	
Sep	1,0	1,1	88,5	40,4	19,0	24,7	77,5	79,6	44,1	12,7	19,2	58,4	8,4	
Oct	-2,8	-3,2	88,0	39,5	18,3	24,7	76,7	80,2	43,7	13,1	19,7	58,9	8,1	
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)														
1999	2,0	6,0	88,2	88,1	87,9	87,9	87,2	93,6	92,6	89,0	94,9	90,4	95,9	
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
2001	5,1	-1,0	105,3	102,0	108,4	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,9	
2002	2,7	-0,4	108,1	105,1	106,1	115,1	108,2	98,4	98,7	89,9	104,0	96,3	100,3	
2002 II	3,4	-0,2	108,6	106,2	105,6	115,0	108,8	98,7	99,4	87,0	103,5	96,2	98,9	
III	5,9	2,2	109,2	105,5	107,5	117,6	109,3	98,8	98,6	92,9	104,5	97,9	100,5	
IV	3,3	1,7	108,1	104,7	105,7	114,9	108,0	98,7	97,9	91,3	105,9	96,6	101,9	
2003 I	1,7	3,3	108,0	104,5	104,4	114,4	107,2	100,1	98,8	94,3	106,1	97,8	96,2	
II	-2,4	1,9	107,0	103,7	102,5	111,6	106,4	101,8	98,9	92,0	108,8	98,8	103,7	
III	-0,1	1,1	108,9	104,7	107,1	113,2	108,5	100,0	97,6	89,5	106,4	97,6	105,5	
2003 May	-3,4	3,1	105,8	103,4	99,3	110,9	105,4	102,5	100,4	90,8	108,6	97,5	105,9	
Jun	-1,8	3,0	107,1	102,9	106,2	109,6	106,5	101,4	97,5	92,2	110,0	99,5	100,4	
Jul	-0,9	1,5	108,0	102,5	108,2	111,8	106,8	100,4	96,9	91,4	107,8	98,9	108,9	
Ago	-3,5	-2,2	109,3	106,2	103,4	113,9	108,9	101,3	98,7	89,1	106,4	96,5	104,0	
Sep	3,8	3,6	109,5	105,3	109,7	113,9	109,9	98,4	97,2	87,8	104,8	97,4	103,6	
Oct	0,6	1,1	109,4	103,1	103,2	114,7	109,2	100,1	96,9	92,8	108,3	99,3	97,8	
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)														
1999	2,1	3,3	92,3	90,1	93,0	95,1	93,1	81,9	77,8	89,4	91,9	88,0	53,3	
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	
2001	1,0	0,2	101,0	100,7	100,2	101,9	100,9	100,2	98,7	101,5	102,8	101,6	89,1	
2002	-0,7	-2,4	100,3	99,2	99,7	102,4	100,2	97,8	95,9	99,4	101,7	100,0	85,6	
2002 II	-0,7	-3,2	100,7	99,4	100,5	102,7	100,6	98,4	96,7	100,3	102,1	100,7	89,0	
III	-1,9	-3,4	99,6	98,5	99,1	101,8	99,7	97,2	95,6	98,4	100,5	99,1	85,7	
IV	-1,1	0,6	99,6	99,1	98,9	101,7	99,5	98,0	96,7	97,8	101,3	99,1	89,0	
2003 I	-2,6	0,1	98,6	97,8	97,4	100,2	98,2	97,7	97,6	94,6	99,4	97,3	101,3	
II	-3,7	-5,0	97,0	96,3	95,7	99,2	96,9	93,5	91,6	92,7	98,5	95,8	80,0	
III	-2,8	-3,3	96,8	95,9	95,7	99,4	96,8	93,9	91,9	93,5	98,9	95,9	80,3	
2003 May	-4,0	-6,2	96,9	96,5	95,4	99,4	96,9	92,2	89,9	92,4	97,8	95,3	73,3	
Jun	-3,9	-5,3	96,4	95,2	95,5	98,9	96,2	92,6	90,2	92,1	98,0	95,1	78,1	
July	-2,8	-4,4	96,8	95,7	96,6	99,3	96,9	93,0	90,9	92,7	98,2	95,3	78,2	
Ago	-3,0	-3,1	96,7	96,1	95,0	99,3	96,6	94,0	92,1	92,9	98,7	95,7	83,4	
Sep	-2,7	-2,5	97,0	96,0	95,7	99,5	96,8	94,8	92,6	95,0	99,8	96,7	79,2	
Oct	-3,4	-4,2	96,4	95,9	97,6	99,0	96,3	94,0	91,8	92,8	98,9	95,7	81,4	

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

7.3 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Países adherentes	Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	Africa	América Latina	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Exportaciones (f.o.b.)												
1999	815,3	160,3	33,2	21,1	78,8	55,7	134,2	26,8	118,1	48,6	38,7	99,9
2000	1.001,2	189,2	39,2	23,6	97,1	63,9	173,2	34,3	153,8	56,4	47,1	126,2
2001	1.063,7	202,1	36,9	24,3	105,8	66,4	180,2	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,4	205,4	37,1	25,2	112,1	64,0	184,2	33,0	170,5	59,4	43,4	148,5
2002 II	273,5	51,8	9,1	6,4	28,1	16,1	45,9	8,3	42,8	15,2	11,5	37,3
III	272,2	51,5	9,2	6,4	28,3	16,3	46,2	8,4	43,4	15,0	10,5	37,7
IV	269,6	49,7	9,4	6,4	28,1	15,7	45,4	8,3	42,5	14,4	10,4	37,6
2003 I	266,3	48,8	9,5	6,5	28,5	16,5	43,2	7,8	42,2	14,4	10,4	37,9
II	259,5	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,4	7,6	41,6	14,5	9,6	37,7
III	263,9	47,8	9,5	6,3	30,1	15,3	41,4	7,7	43,4	15,3	9,2	.
2003 May	85,5	15,3	3,2	2,0	9,6	5,2	13,9	2,5	13,6	4,8	3,0	12,2
Jun	86,1	15,5	3,1	2,0	9,6	5,2	13,3	2,3	13,8	4,8	3,3	12,7
Jul	87,2	16,0	3,2	2,0	9,9	5,2	13,4	2,6	13,8	5,1	2,9	13,2
Ago	88,1	15,8	3,1	2,1	10,2	5,1	13,9	2,5	14,8	4,9	2,9	.
Sep	88,5	16,0	3,2	2,1	10,0	5,0	14,1	2,6	14,8	5,3	3,3	.
Oct	88,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>En porcentaje del total de exportaciones</i>												
2002	100,0	19,0	3,4	2,3	10,3	5,9	17,0	3,1	15,7	5,5	4,0	13,7
Importaciones (c.i.f.)												
1999	784,4	132,3	32,9	18,9	61,5	43,3	113,6	54,6	154,6	49,3	30,3	93,0
2000	1.024,1	159,4	39,0	22,2	78,8	50,8	143,7	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,7	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	984,8	149,2	35,5	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,9	67,8	39,4	140,2
2002 II	248,4	38,7	8,9	5,7	23,4	13,4	31,6	13,0	50,2	17,2	9,7	36,2
III	245,5	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,5
IV	247,4	35,7	9,2	5,9	24,0	12,7	30,5	13,4	52,9	16,8	9,8	35,9
2003 I	250,3	35,2	9,0	5,9	24,7	13,3	27,9	13,5	53,1	18,4	9,7	38,3
II	243,4	33,8	9,0	5,7	25,1	12,6	28,0	13,1	53,3	16,9	9,6	36,3
III	240,3	33,4	8,8	5,6	25,1	12,5	27,7	12,3	52,9	16,8	9,6	.
2003 May	80,6	10,8	3,0	1,8	8,3	4,3	9,3	4,3	17,5	5,4	3,2	11,9
Jun	80,1	11,4	2,9	1,9	8,2	4,1	9,1	4,3	17,8	5,3	3,1	11,9
Jul	79,6	11,2	2,9	1,8	8,6	4,2	9,2	4,2	17,6	5,7	3,2	11,8
Ago	81,2	11,4	3,0	1,9	8,0	4,2	9,1	4,1	17,5	5,4	3,2	.
Sep	79,6	10,9	3,0	1,9	8,5	4,0	9,4	4,1	17,8	5,7	3,2	.
Oct	80,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>En porcentaje del total de importaciones</i>												
2002	100,0	15,2	3,6	2,3	9,5	5,3	12,8	5,4	20,8	6,9	4,0	14,3
Saldo												
1999	30,9	28,0	0,3	2,1	17,3	12,4	20,7	-27,9	-36,5	-0,7	8,4	6,9
2000	-22,9	29,8	0,2	1,4	18,3	13,2	29,6	-33,2	-63,6	-17,2	6,8	-7,1
2001	51,1	47,8	2,6	3,0	17,0	13,4	42,1	-24,1	-42,8	-13,7	9,0	-4,8
2002	100,5	56,3	1,5	2,3	18,6	12,0	58,6	-19,7	-34,4	-8,4	4,0	8,3
2002 II	25,1	13,1	0,2	0,7	4,7	2,7	14,3	-4,7	-7,4	-2,0	1,7	1,1
III	26,7	14,4	0,2	0,6	4,8	3,1	15,1	-4,9	-8,3	-1,4	0,7	3,2
IV	22,2	14,0	0,3	0,4	4,1	2,9	14,9	-5,1	-10,4	-2,4	0,6	1,7
2003 I	16,0	13,6	0,5	0,6	3,8	3,2	15,3	-5,7	-10,8	-3,9	0,6	-0,4
II	16,1	13,1	0,5	0,4	4,1	3,0	13,3	-5,5	-11,6	-2,3	-0,1	1,4
III	23,6	14,4	0,7	0,7	5,0	2,8	13,7	-4,6	-9,5	-1,5	-0,4	.
2003 May	4,9	4,5	0,2	0,2	1,4	0,9	4,6	-1,8	-3,9	-0,6	-0,2	0,3
Jun	5,9	4,0	0,2	0,1	1,4	1,1	4,2	-2,0	-4,0	-0,6	0,2	0,8
Jul	7,6	4,8	0,2	0,2	1,3	1,0	4,2	-1,6	-3,8	-0,6	-0,2	1,5
Ago	7,0	4,5	0,2	0,2	2,2	0,9	4,7	-1,6	-2,7	-0,5	-0,3	.
Sep	9,0	5,1	0,2	0,2	1,5	0,9	4,7	-1,4	-3,0	-0,4	0,1	.
Oct	7,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (saldo, países adherentes y otros países).

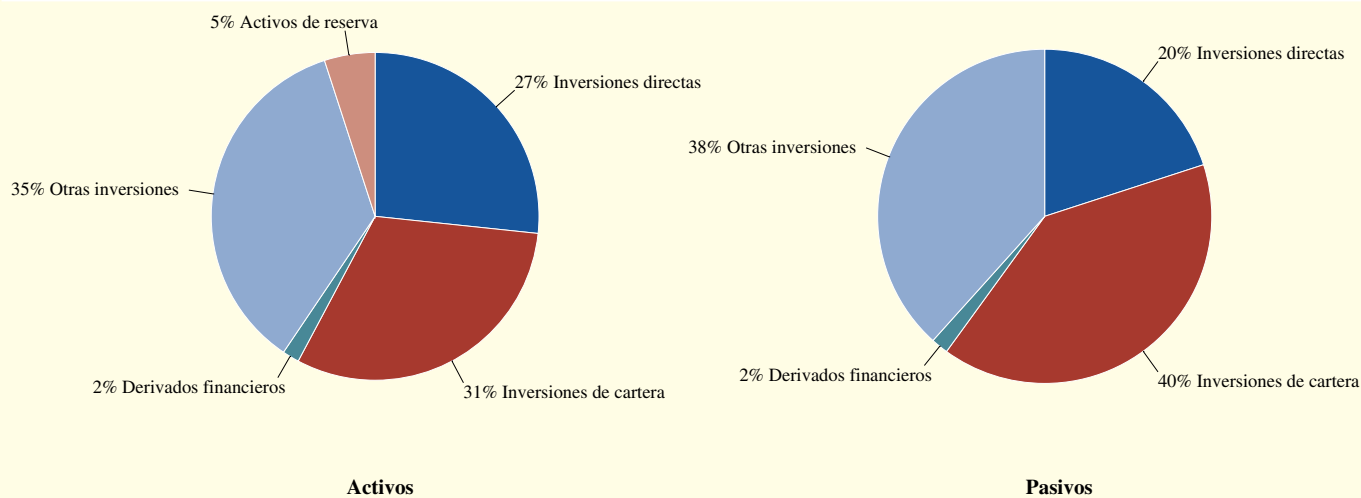
7.4 Posición de inversión internacional

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

1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total 1	Total en porcentaje del PIB 2	Inversiones directas 3	Inversiones de cartera 4	Derivados financieros 5	Otras inversiones 6	Activos de reserva 7
Posición de inversión internacional neta							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Activos: Saldos vivos							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,1	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,9	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Pasivos: Saldos vivos							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	107,0	1.512,5	3.026,7	130,7	2.897,6	-

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



Fuente: BCE.

7.4 Posición de inversión internacional

(mm de euros; saldos a fin de período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro					
	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)			Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
	Total	IFM excluido el Eurosist.	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosist.	No IFM	Total	MFI's excluido el Eurosist.	No IFM	Total	IFM excluido el Eurosist.	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999	938,7	85,7	853,0	235,8	1,8	234,0	606,3	24,3	582,0	198,6	1,7	196,9
2000	1.273,4	115,2	1.158,2	353,3	1,7	351,6	869,2	32,1	837,1	304,8	1,8	303,0
2001	1.513,2	129,3	1.383,9	383,8	1,4	382,4	1.043,3	42,3	1.001,1	357,3	2,5	354,8
2002	1.554,4	137,5	1.416,9	383,1	1,4	381,7	1.107,7	43,1	1.064,6	404,8	2,7	402,1

3. Inversiones de cartera por instrumento

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

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

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones										
	Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario						
			Total	AAPP	Otros sectores		Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
									Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9	
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9	
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0	
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1	

5. Otras inversiones

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

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

Fuente: BCE.

7.5 Reservas internacionales

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

	Activos de reserva													Pro memoria:		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y particip.	Bonos y obligac.					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			15	16
Eurosistema																
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Nov	372,6	128,5	399,951	5,0	25,4	213,7	10,0	39,0	164,5	-	-	-	0,2	0,0	21,8	-25,0
Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 Ene	363,4	135,5	398,728	4,7	24,4	198,8	13,1	38,5	146,6	-	-	-	0,6	0,0	20,4	-22,0
Feb	352,2	128,2	397,765	4,8	24,3	194,9	10,4	38,4	145,6	-	-	-	0,5	0,0	19,3	-19,4
Mar	339,1	122,3	397,765	4,7	24,4	187,7	7,9	36,4	142,8	-	-	-	0,6	0,0	18,9	-20,5
Abr	332,4	119,9	396,324	4,5	25,0	183,1	7,6	33,6	141,0	-	-	-	0,9	0,0	18,4	-22,8
May	323,1	121,1	396,233	4,5	24,2	173,3	6,9	33,6	131,6	-	-	-	1,1	0,0	18,7	-23,1
Jun	326,1	120,0	396,229	4,6	25,5	176,1	8,3	34,8	132,2	-	-	-	0,8	0,0	18,2	-25,8
Jul	328,9	124,2	396,277	4,5	25,5	174,7	8,4	33,2	132,3	-	-	-	0,8	0,0	18,1	-27,2
Ago	346,8	136,0	395,632	4,7	26,6	179,5	10,3	31,5	137,3	-	-	-	0,4	0,0	18,1	-27,6
Sep	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
Oct	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
Nov	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,0
De los cuales, depositados en el Banco Central Europeo																
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Nov	45,1	7,9	24,656	0,2	0,0	37,0	1,4	9,4	26,2	-	-	-	0,0	0,0	3,3	-3,7
Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 Ene	42,9	8,4	24,656	0,2	0,0	34,4	0,8	9,5	24,1	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-3,2
Feb	42,0	7,9	24,656	0,2	0,0	33,9	1,3	8,8	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,1
Mar	40,5	7,6	24,656	0,2	0,0	32,8	0,9	9,3	22,6	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-1,8
Abr	40,7	7,5	24,656	0,2	0,0	33,1	0,9	6,8	25,4	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,4
May	39,2	7,5	24,656	0,2	0,0	31,4	0,8	8,0	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,2
Jun	39,3	7,5	24,656	0,2	0,0	31,6	0,9	7,1	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,8
Jul	41,3	7,7	24,656	0,2	0,0	33,4	0,8	6,7	25,9	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-2,9
Ago	42,7	8,5	24,656	0,2	0,0	34,0	0,9	5,7	27,4	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,6
Sep	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
Oct	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
Nov	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4

Fuente: BCE.

8

TIPOS DE CAMBIO

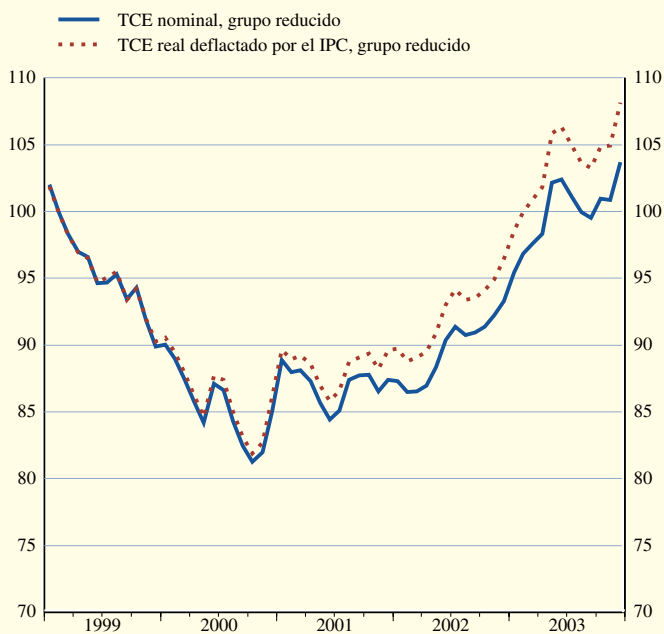
8.1 Tipos de cambio efectivo

(medias del período; índice 1999 I=100)

	Grupo reducido						Grupo amplio	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	87,0	88,4	89,6	88,2	88,4	87,1	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,2	91,1	91,2	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,4	102,7	101,9	102,2	106,8	102,0
2002 IV	92,3	95,2	95,9	95,3	93,7	94,2	99,1	95,0
2003 I	96,6	99,8	100,3	99,6	98,2	99,1	103,9	99,1
II	101,0	104,7	104,5	104,6	103,9	103,9	107,6	102,9
III	100,2	103,9	103,4	103,9	103,7	103,6	106,7	101,9
IV	101,8	106,0	105,3	.	.	.	109,1	104,2
2002 Dic	93,3	96,4	97,1	-	-	-	100,1	96,1
2003 Ene	95,5	98,6	99,4	-	-	-	102,7	97,9
Feb	96,8	100,0	100,6	-	-	-	104,1	99,2
Mar	97,6	100,9	101,0	-	-	-	104,8	100,1
Abr	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,4
May	102,2	105,8	105,7	-	-	-	108,8	103,9
Jun	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3
Jul	101,1	104,9	104,5	-	-	-	107,5	102,7
Ago	99,9	103,6	103,2	-	-	-	106,4	101,5
Sep	99,5	103,2	102,7	-	-	-	106,1	101,3
Oct	101,0	104,8	104,1	-	-	-	108,0	103,2
Nov	100,9	104,9	104,3	-	-	-	108,1	103,2
Dic	103,7	108,1	107,4	-	-	-	111,2	106,2
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2003 Dic	2,8	3,1	2,9	-	-	-	2,9	3,0
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2003 Dic	11,2	12,1	10,6	-	-	-	11,0	10,6

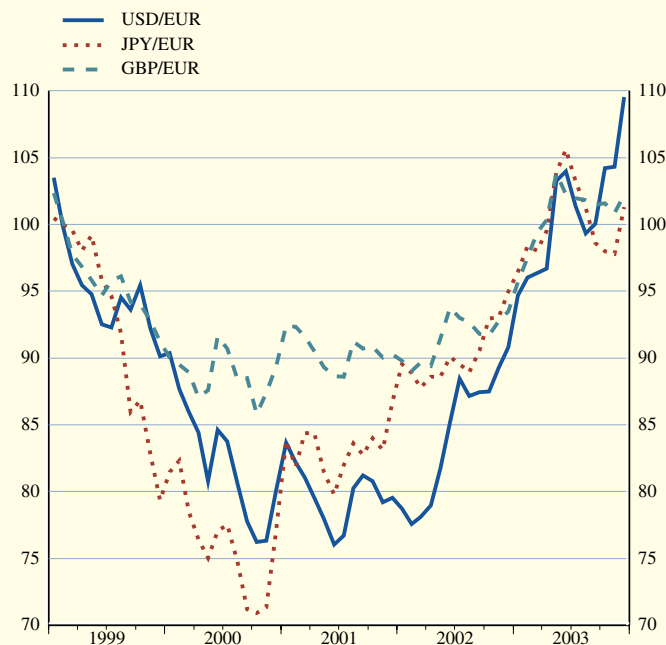
C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

8.2 Tipos de cambio en la zona del euro

(medias del período)

	Dólar estadounidense	Libra esterlina	Yen japonés	Franco suizo	Corona sueca	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Corona danesa	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano	Corona islandesa	Dólar neozelandés	Rand sudafricano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
2002 IV	0,9994	0,63611	122,42	1,4667	9,0946	1.215,37	7,7941	7,4281	1,7671	1,5687	7,3192	1,7913	85,75	2,0171	9,6491
2003 I	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1.288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
II	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
III	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2002 Dic	1,0183	0,64218	124,20	1,4679	9,0961	1.226,88	7,9409	7,4264	1,7858	1,5872	7,2948	1,8076	84,92	1,9947	9,1039
2003 Ene	1,0622	0,65711	126,12	1,4621	9,1733	1.250,06	8,2841	7,4324	1,8433	1,6364	7,3328	1,8218	84,45	1,9648	9,2343
Feb	1,0773	0,66977	128,60	1,4674	9,1455	1.282,82	8,4022	7,4317	1,8803	1,6299	7,5439	1,8112	83,70	1,9457	8,9347
Mar	1,0807	0,68255	128,16	1,4695	9,2265	1.335,44	8,4279	7,4274	1,8954	1,5943	7,8450	1,7950	84,31	1,9497	8,6966
Abr	1,0848	0,68902	130,12	1,4964	9,1541	1.337,38	8,4605	7,4255	1,9282	1,5851	7,8317	1,7813	83,38	1,9700	8,3192
May	1,1582	0,71322	135,83	1,5155	9,1559	1.390,03	9,0321	7,4246	2,0074	1,6016	7,8715	1,7866	84,44	2,0083	8,9060
Jun	1,1663	0,70224	138,05	1,5411	9,1182	1.392,33	9,0955	7,4250	2,0233	1,5798	8,1619	1,7552	86,25	2,0069	9,2160
Jul	1,1372	0,70045	134,99	1,5476	9,1856	1.342,27	8,8689	7,4332	1,9956	1,5694	8,2893	1,7184	87,66	1,9386	8,5842
Ago	1,1139	0,69919	132,38	1,5400	9,2378	1.312,67	8,6873	7,4322	1,9531	1,5570	8,2558	1,7114	88,79	1,9137	8,2375
Sep	1,1222	0,69693	128,94	1,5474	9,0682	1.306,88	8,7377	7,4273	1,9591	1,5330	8,1952	1,6967	88,81	1,9227	8,2141
Oct	1,1692	0,69763	128,12	1,5485	9,0105	1.364,70	9,0530	7,4301	2,0282	1,5489	8,2274	1,6867	89,17	1,9446	8,1540
Nov	1,1702	0,69278	127,84	1,5590	8,9939	1.388,09	9,0836	7,4370	2,0233	1,5361	8,1969	1,6337	88,60	1,8608	7,8806
Dic	1,2286	0,70196	132,43	1,5544	9,0228	1.463,90	9,5386	7,4419	2,1016	1,6131	8,2421	1,6626	89,68	1,8982	7,9934

% variación sobre mes anterior

2003 Dic	5,0	1,3	3,6	-0,3	0,3	5,5	5,0	0,1	3,9	5,0	0,6	1,8	1,2	2,0	1,4
----------	-----	-----	-----	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

% variación sobre año anterior

2003 Dic	20,7	9,3	6,6	5,9	-0,8	19,3	20,1	0,2	17,7	1,6	13,0	-8,0	5,6	-4,8	-12,2
----------	------	-----	-----	-----	------	------	------	-----	------	-----	------	------	-----	------	-------

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102,425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439,680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694,851
2002 IV	0,57249	30,857	15,6466	239,47	3,4526	0,6002	0,4145	3,9970	229,3740	41,696	1,9494	33,444	1.617,344
2003 I	0,58001	31,624	15,6466	243,63	3,4527	0,6226	0,4214	4,1892	231,2825	41,786	1,9535	35,593	1.777,952
II	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716,532
III	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9465	37,410	1.569,762
IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721,043
2002 Dic	0,57298	31,194	15,6466	236,07	3,4523	0,6049	0,4160	3,9858	230,0165	41,745	1,9521	34,251	1.619,050
2003 Ene	0,57691	31,489	15,6466	240,39	3,4529	0,6195	0,4194	4,0704	230,7055	41,638	1,9555	35,539	1.767,136
Feb	0,58038	31,641	15,6466	245,12	3,4524	0,6231	0,4217	4,1656	231,3664	41,987	1,9540	35,403	1.762,350
Mar	0,58292	31,751	15,6466	245,60	3,4528	0,6253	0,4234	4,3363	231,8070	41,749	1,9510	35,831	1.804,143
Abr	0,58657	31,618	15,6466	245,59	3,4530	0,6286	0,4240	4,2971	232,3136	41,038	1,9473	36,569	1.767,550
May	0,58694	31,387	15,6466	245,78	3,4528	0,6513	0,4295	4,3343	232,9908	41,125	1,9464	37,632	1.720,476
Jun	0,58607	31,412	15,6466	261,21	3,4527	0,6549	0,4285	4,4339	233,6600	41,507	1,9463	38,059	1.664,000
Jul	0,58730	31,880	15,6466	263,73	3,4528	0,6473	0,4274	4,4368	234,4369	41,804	1,9465	37,148	1.596,957
Ago	0,58616	32,287	15,6466	259,56	3,4527	0,6397	0,4264	4,3699	234,9962	41,955	1,9463	37,166	1.564,214
Sep	0,58370	32,355	15,6466	255,46	3,4530	0,6383	0,4265	4,4635	235,2211	41,489	1,9469	37,918	1.546,627
Oct	0,58418	31,989	15,6466	255,77	3,4525	0,6483	0,4281	4,5952	235,6663	41,304	1,9473	38,803	1.679,067
Nov	0,58328	31,974	15,6466	259,31	3,4528	0,6471	0,4275	4,6174	236,1345	41,102	1,9476	39,927	1.726,781
Dic	0,58459	32,329	15,6466	264,74	3,4525	0,6631	0,4304	4,6595	236,6662	41,132	1,9533	40,573	1.761,551

% variación sobre mes anterior

2003 Dic	0,2	1,1	0,0	2,1	0,0	2,5	0,7	0,9	0,2	0,1	0,3	1,6	2,0
----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

% variación sobre año anterior

2003 Dic	2,0	3,6	0,0	12,1	0,0	9,6	3,5	16,9	2,9	-1,5	0,1	18,5	8,8
----------	-----	-----	-----	------	-----	-----	-----	------	-----	------	-----	------	-----

Fuente: BCE.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros países europeos

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Otros miembros de la UE			Países adherentes									
	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	República Checa	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2002	2,4	2,0	1,3	1,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	.	1,9	7,5	3,3
2003	2,0	.	.	-0,1	1,4	4,0	.	.	.	.	.	5,7	.
2003 II	2,2	2,1	1,3	-0,2	0,8	4,7	2,9	-0,6	3,9	.	0,3	5,7	8,1
III	1,6	2,3	1,4	-0,2	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	.	0,7	5,6	9,4
IV	1,3	.	.	0,8	1,2	3,2	.	.	.	.	.	5,0	.
2003 Jul	1,8	2,4	1,3	-0,3	0,9	2,6	3,7	-0,8	4,7	.	0,7	6,1	8,9
Ago	1,5	2,2	1,4	-0,2	1,4	2,4	3,4	-0,9	4,7	.	0,6	5,7	9,5
Sep	1,7	2,3	1,4	0,0	1,5	3,3	3,2	-0,8	4,6	.	0,7	5,1	9,8
Oct	1,1	2,0	1,4	0,5	1,2	3,7	3,3	-1,3	4,8	.	1,0	4,9	9,9
Nov	1,4	2,0	1,3	0,9	1,2	3,8	3,7	-0,9	5,6	.	1,5	5,3	10,2
Dic	1,2	.	.	1,0	1,2	2,2	.	.	.	.	.	4,7	.
Déficit (-)/superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2000	2,6	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	3,1	4,5	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	2,1	1,3	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2000	47,3	52,8	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	45,4	54,4	38,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	45,5	52,7	38,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2003 Jul	4,17	4,51	4,47	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	4,35	4,70	4,65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep	4,40	4,73	4,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct	4,44	4,85	4,96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	4,57	4,98	5,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	4,52	4,86	4,94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB real													
2001	1,6	0,9	2,1	3,1	6,5	4,0	7,9	6,5	3,8	-1,2	1,0	2,9	3,8
2002	1,0	1,9	1,7	2,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4
2003 I	1,4	1,9	1,9	2,4	5,2	2,8	8,8	9,3	2,7	-1,9	2,2	2,2	4,1
II	-1,2	0,5	2,7	2,4	3,5	0,7	6,2	6,7	2,4	0,7	3,8	2,1	3,8
III	-0,5	2,0	1,9	3,4	4,6	2,2	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2
Cuentas corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2001	3,1	3,8	-2,2	-5,4	-5,9	-4,3	-9,0	-4,8	-2,8	-4,4	-3,9	0,2	.
2002	2,6	4,3	-1,6	-6,0	-12,0	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-3,5	1,4	-7,6
2003 I	2,2	5,4	-0,2	-2,5	-19,5	-14,9	-5,4	-3,5	-5,3	-11,0	-3,3	-0,4	-1,7
II	2,8	4,1	-3,5	-7,2	-13,7	.	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,2	-0,4	-0,8
III	4,3	.	-2,6	-7,8	.	.	-10,0	.	-6,0	3,2	-0,7	1,9	2,1
Costes laborales unitarios													
2001	3,7	5,5	3,6	-	2,0	-	-2,1	-6,8	12,0	-	-	.	3,0
2002	2,0	0,4	2,7	-	2,0	-	0,0	-9,4	8,2	-	-	.	4,4
2003 I	1,2	-	3,0	-	7,1	-	-	-	-	-	-	-	-
II	2,2	-	3,2	-	7,4	-	-	-	-	-	-	-	-
III	2,7	-	.	-	5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)													
2002	4,6	4,9	5,1	7,3	9,5	3,9	12,5	13,6	5,6	7,4	19,8	6,1	18,7
2003	.	.	.	.	.	4,5	.	12,7	5,8	.	.	.	.
2003 II	5,5	5,5	5,0	7,7	10,4	4,5	10,4	13,0	5,8	7,7	19,2	6,5	17,2
III	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,8
IV	.	.	.	.	.	4,7	.	12,0	5,8	.	.	.	.
2003 Jul	5,7	5,6	5,0	7,6	10,3	4,6	10,3	12,5	5,7	7,9	19,2	6,6	16,9
Ago	5,8	5,6	4,9	7,6	10,1	4,6	10,3	12,5	5,7	8,0	19,2	6,6	16,7
Sep	5,9	5,6	4,9	7,6	10,0	4,6	10,4	12,4	5,8	8,0	19,1	6,7	16,7
Oct	6,0	5,9	.	7,6	9,8	4,6	10,4	12,1	5,8	8,1	19,1	6,6	16,6
Nov	.	6,0	.	7,6	9,7	4,6	10,4	12,0	5,8	.	19,1	6,5	16,5
Dic	.	.	.	.	.	4,8	.	11,8	5,9	.	.	.	.

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

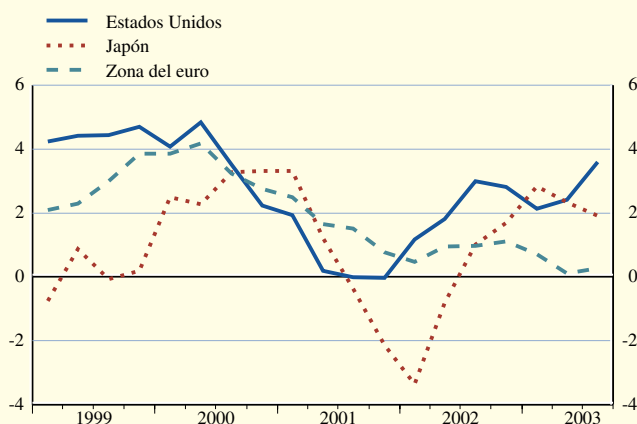
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas)	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % la población activa (d.)	Agregado monetario ¹⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ²⁾ en %	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ²⁾ en %	Tipo de cambio en ³⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en %	Deuda pública bruta en ⁴⁾ % del PIB
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2000	3,4	3,2	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,924	1,4	44,2
2001	2,8	0,6	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,896	-0,5	43,6
2002	1,6	-1,7	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,946	-3,4	45,8
2003	.	.	.	.	6,0	.	1,22	4,00	1,131	.	.
2002 IV	2,2	-0,9	2,8	1,2	5,9	6,4	1,55	3,99	0,999	-3,9	45,8
2003 I	2,9	0,1	2,1	0,7	5,8	6,3	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,3
II	2,1	0,5	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,137	-4,7	47,1
III	2,2	0,0	3,6	-0,6	6,1	7,9	1,13	4,22	1,125	-5,2	.
IV	.	.	.	.	5,9	.	1,17	4,27	1,189	.	.
2003 Ago	2,2	.	.	-1,1	6,1	8,0	1,14	4,44	1,114	.	.
Sep	2,3	.	.	0,0	6,1	7,4	1,14	4,29	1,122	.	.
Oct	2,0	.	.	0,9	6,0	6,6	1,16	4,27	1,169	.	.
Nov	1,8	.	.	1,7	5,9	4,6	1,17	4,29	1,170	.	.
Dic	.	.	.	.	5,7	.	1,17	4,26	1,229	.	.
Japón											
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,5	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,7	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,1	.	.
2003	.	.	.	.	.	1,7	0,06	0,99	131,0	.	.
2002 IV	-0,5	-8,5	1,7	6,0	5,4	2,9	0,07	1,01	122,4	.	.
2003 I	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,6	.	.
II	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,7	.	.
III	-0,2	-1,8	1,9	0,9	.	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
IV	.	.	.	.	.	1,5	0,06	1,38	129,4	.	.
2003 Ago	-0,3	0,0	.	-1,3	.	2,0	0,05	1,15	132,4	.	.
Sep	-0,2	-5,1	.	4,1	.	1,8	0,05	1,45	128,9	.	.
Oct	0,0	-4,3	.	3,8	.	1,5	0,06	1,40	128,1	.	.
Nov	-0,5	.	.	2,4	.	1,6	0,06	1,38	127,8	.	.
Dic	.	.	.	.	.	1,5	0,06	1,35	132,4	.	.

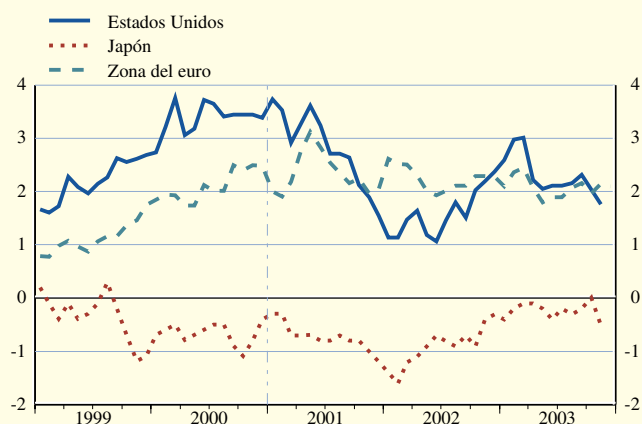
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanuales; trimestrales)



C36 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanuales; mensuales)



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

- 1) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos, M2+certificados de depósito para Japón.
- 2) Para más información, véanse secciones 4.6 y 4.7.
- 3) Para más información, véase sección 8.
- 4) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

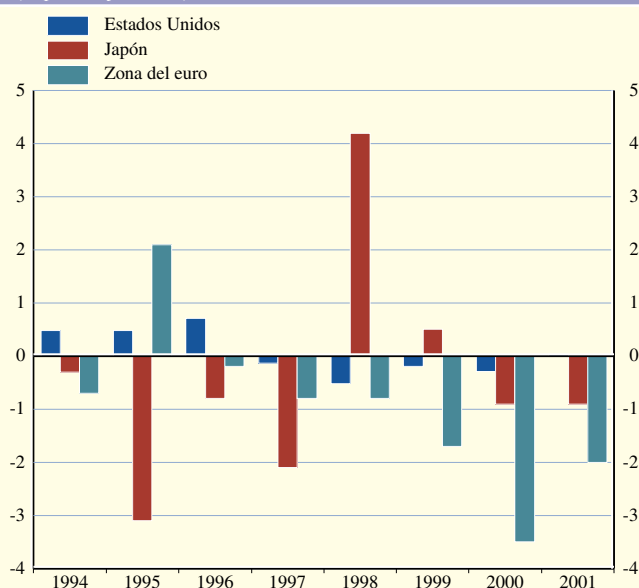
9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares ¹⁾			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	Formación bruta de capital	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Estados Unidos													
1999	18,4	20,9	-3,0	9,5	8,9	10,5	8,2	10,6	2,9	12,4	4,8	11,2	6,3
2000	18,4	21,1	-4,0	9,7	9,1	12,3	7,5	12,6	2,7	12,5	4,0	11,5	5,8
2001	16,5	19,1	-3,7	7,9	8,5	1,9	7,7	1,8	1,9	13,0	6,5	11,6	5,8
2002	15,0	18,6	-4,7	7,7	7,6	1,7	7,7	2,0	0,2	12,8	6,1	12,5	7,0
2001 IV	15,9	18,2	-3,6	7,1	8,0	2,1	8,5	0,8	2,2	13,4	3,5	10,9	3,5
2002 I	15,5	18,6	-4,1	7,5	7,8	1,8	7,9	1,5	0,4	12,8	6,1	12,3	6,9
II	15,5	18,7	-4,8	7,7	7,6	2,6	7,7	2,6	1,0	12,7	5,8	12,7	5,9
III	14,6	18,6	-4,7	7,8	7,6	0,3	7,5	1,0	-1,4	12,9	4,7	12,5	6,8
IV	14,3	18,7	-5,1	7,8	7,5	2,3	7,6	2,8	0,7	12,7	7,6	12,2	8,4
2003 I	14,0	18,4	-5,2	7,4	7,4	2,1	7,4	2,5	0,5	12,7	7,3	12,1	8,3
II	13,9	18,2	-5,2	7,3	7,4	4,1	8,0	3,6	2,4	12,9	12,2	12,2	12,6
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Japón													
1999	27,9	26,0	2,2	14,5	14,8	0,5	13,8	-5,0	0,6	5,2	5,7	11,5	0,3
2000	27,8	26,3	2,3	15,8	15,5	0,9	14,3	-1,0	0,2	5,2	3,9	10,7	-0,1
2001	26,5	25,8	2,0	15,7	15,3	-2,8	14,2	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	.	24,1	.	.	.	-2,9	.	-7,1	-0,9	.	0,7	.	-2,1
2001 IV	25,5	25,5	2,0	.	.	4,3	.	5,7	-0,3	.	9,9	.	-0,6
2002 I	29,6	22,8	3,4	.	.	9,1	.	-4,8	-3,0	.	-6,6	.	2,5
II	.	22,7	.	.	.	-27,8	.	-23,6	0,8	.	5,8	.	-8,5
III	.	23,7	.	.	.	1,2	.	-9,7	-2,3	.	-6,8	.	-0,6
IV	.	25,0	.	.	.	5,9	.	9,2	0,7	.	9,4	.	-1,5
2003 I	.	22,9	.	.	.	16,0	.	-4,6	0,3	.	-11,2	.	2,9
II	.	23,3	.	.	.	-25,1	.	-21,4	-0,9	.	4,1	.	-5,5
III	.	24,1	.	.	.	-2,7	.	-13,6	-2,9	.	-5,1	.	-3,7

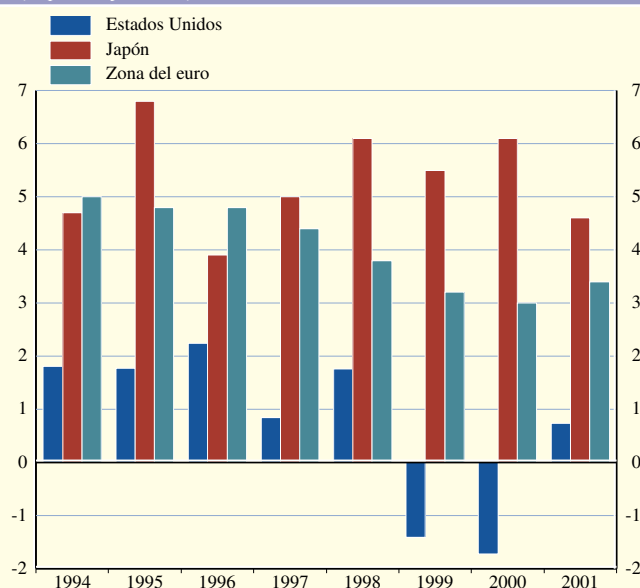
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S15
C7	Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro	S16
C8	Depósitos de los intermediarios financieros	S17
C9	Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares	S18
C10	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C11	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C12	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C13	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S31
C14	Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor	S32
C15	Emisiones brutas de valores distintos de acciones	S33
C16	Valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S34
C17	Valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S35
C18	Tasas de crecimiento interanuales de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S36
C19	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S37
C20	Nuevos depósitos a plazo	S39
C21	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta 1 año de fijación inicial del tipo	S39
C22	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S40
C23	Tipos a 3 meses del mercado monetario	S40
C24	Rendimientos de la deuda pública en la zona del euro	S41
C25	Rendimientos de la deuda pública a 10 años	S41
C26	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S42
C27	Cuenta corriente	S54
C28	Inversiones netas directas y de cartera	S54
C29	Bienes	S55
C30	Servicios	S55
C31	Balanza de pagos: principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S60
C32	Detalle de activos y pasivos por componentes a fin del 2002	S63
C33	Tipos de cambio efectivo	S66
C34	Tipos de cambio bilaterales	S66
C35	Producto interior bruto a precios constantes	S69
C36	Índices de precios de consumo	S69
C37	Capacidad de financiación de las sociedades no financieras	S70
C38	Capacidad de financiación de los hogares	S70



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

(I. EVOLUCIÓN MONETARIA Y TIPOS DE INTERÉS)

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

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

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es

el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección "Statistics", apartado "Monetary statistics".

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Tras la entrada en vigor el 1 de enero de 2003 del Reglamento BCE/2001/13, se dispone de datos mensuales para algunos detalles del balance de las IFM, cuya periodicidad solía ser trimestral, proporcionándose así datos mensuales de, por ejemplo, préstamos a hogares. No obstante, por ahora, y al menos hasta que se disponga, como mínimo, de un año completo de datos mensuales, las tasas de crecimiento se seguirán calculando a partir de los datos 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 algu-

nas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

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

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

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y Maravall, A. (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.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

$$k) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de variación interanual 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:

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

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de “días laborables”, “año bisiesto” y “Semana Santa”. Los datos de la balanza de servicios están sujetos a ajustes previos por “días laborables”. La deses-

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

tacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los datos de la balanza de rentas y de transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por

cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.



NOTAS GENERALES

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

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 14 de enero de 2004.

Todos los datos corresponden al Euro 12, salvo indicación en contrario. Para los datos monetarios, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), los fondos de inversión y las estadísticas de mercados financieros, las series estadísticas relativas a la zona del euro incluyen los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Cuando procede, la ruptura de las series se indica en nota a pie de página en el caso de los cuadros, y, en los gráficos, mediante una línea de puntos. En estos casos, en que se dispone de datos básicos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año 2001, calculadas tomando como año base el 2000, utilizan una serie que tienen 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 “Estados adherentes” comprende la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia, y Eslovaquia.

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.

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 del 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entrarán en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comenzarán 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 ha determinado que el período de mantenimiento de transición se extenderá 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 se 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, calculadas 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 posiciones 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 incluye 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 desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran la 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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.12.2003, p. 19.

las operaciones financieras y muestran las principales actividades de inversión financiera y financiación de este sector.

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2

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

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

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

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

Los saldos que figuran en la columna 1 de la sección 4.2 son idénticos a los datos relativos a los saldos en circulación que se recogen en la columna 5 de la sección 4.1. Los saldos de los valores emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 de la sección

4.2 son bastante comparables con los saldos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM de la columna 8, sección 2.1.

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

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

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

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

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

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro, se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista a los aplicados a los depósitos a 12 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

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).

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 la posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

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

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), producción industrial y ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento CE nº 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) nº 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.

Las ventas del comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA, de todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y la 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.

4 DO L 162, 5.6.199, p.1.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.3 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados de la zona del euro son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo.

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁵, que modifica el SEC 95. En el cuadro 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas

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

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

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

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

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

5 DO L 86, 27.3.2002, p.11.

6 DO L 172 de 12.7.2000, p.3.

En la sección 7.2 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos: las operaciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de la contrapartida exterior de M3. Los datos siguen las convenciones de signos de la balanza de pagos, excepto para las operaciones de la contrapartida exterior de M3 obtenidas de estadísticas monetarias y bancarias (columna 12), en las que un signo positivo indica un incremento de los activos o una disminución de los pasivos. En los pasivos de las inversiones de cartera, las operaciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM, además de las participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por las IFM. En la sección "Statistics" de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica específica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del *Boletín Mensual* de junio del 2003.

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

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

Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con los epígrafes de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de las diferencias tienen su origen en la inclusión de los seguros y fletes en el registro de las importaciones, lo que supone

alrededor del 5% del valor de las importaciones (c.i.f.) en 2001 (estimaciones del BCE).

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

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

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los cálculos realizados por el BCE para determinar los índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. El grupo reducido está integrado por Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Suiza, Suecia, Corea del Sur, Hong Kong, Dinamarca, Singapur,

7 DO L 131 de 28 .5.2003, p. 20.

Canadá, Noruega y Australia, y el grupo amplio incluye Argelia, Argentina, Brasil, China, Croacia, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia, Eslovenia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia y Turquía. Los tipos de cambio reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo (IPC), el índice de precios industriales (IPRI), el producto interior bruto (deflactor del PIB), los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el artículo titulado “Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes”, publicado en el *Boletín Mensual* de agosto del 2003, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE (The effective

exchange rate of the euro, de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

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

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



3 DE ENERO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO, 4 DE ABRIL, 2 DE MAYO, 6 DE JUNIO Y 4 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

10 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir

proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

1 DE AGOSTO, 12 DE SEPTIEMBRE, 10 DE OCTUBRE Y 7 DE NOVIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

5 DE DICIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 pueden consultarse en las páginas 182 a 186 del Informe Anual del BCE 1999, en las páginas 228 a 231 del Informe Anual del BCE 2000 y en las páginas 238 a 239 del Informe Anual del BCE del 2001, respectivamente.

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 DE FEBRERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la

facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la 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 2,50%, 3,50% y 1,50%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, 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 0,50 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los

tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,50 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, 4 DE DICIEMBRE 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.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2003

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre del 2003. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

INFORME ANUAL

“Informe Anual 2002”, abril 2003.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- “La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro”, enero 2003.
- “CLS - Finalidad, concepto e implicaciones”, enero 2003.
- “La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro”, febrero 2003.
- “Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes”, febrero 2003.
- “La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población”, abril 2003.
- “Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro”, abril 2003.
- “Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro”, abril 2003.
- “Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro”, mayo 2003.
- “Electronificación de los pagos en Europa”, mayo 2003.
- “La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno”, mayo 2003.
- “Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria”, junio 2003.
- “Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro”, julio 2003.
- “Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros”, julio 2003.
- “Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema”, agosto 2003.
- “Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro”, agosto 2003.
- “Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes”, agosto 2003.
- “Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro”, octubre 2003.
- “Integración de los mercados financieros europeos”, octubre 2003.
- “Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro”, noviembre 2003.
- “Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional”, noviembre 2003.
- “El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria”, noviembre 2003.
- “La UEM y la dirección de las políticas fiscales”, enero 2004.
- “Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro”, enero 2004.
- “Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro”, enero 2004.

DOCUMENTOS OCASIONALES

8 “An introduction to the ECB’s survey of professional forecasters”, por J. A. García, septiembre 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 279 “Designing targeting rules for international monetary policy cooperation”, por G. Benigno y P. Benigno, octubre 2003.
- 280 “Inflation, factor substitution and growth”, por R. Klump, octubre 2003.
- 281 “Identifying fiscal shocks and policy regimes in OECD countries”, por G. de Arcangelis y S. Lamartina, octubre 2003.
- 282 “Optimal dynamic risk sharing when enforcement is a decision variable”, por T. V. Koepl, octubre 2003.
- 283 “The United States, Japan and the euro area: comparing business-cycle features”, por P. McAdam, noviembre 2003.
- 284 “The credibility of the monetary policy ‘free lunch’”, por J. Yetman, noviembre 2003.
- 285 “Government deficits, wealth effects and the price level in a optimising model”, por B. Annicchiarico, noviembre 2003.
- 286 “Country and sector-specific spillover effects in the euro area, the United States and Japan”, por B. Kaltenhaeuser, noviembre 2003.
- 287 “Consumer inflation expectations in Poland”, por T. Łyziak, noviembre 2003.
- 288 “Implementing optimal control in cointegrated I(1) structural VAR models”, por F. V. Monti, noviembre 2003.
- 289 “Monetary and fiscal interactions in open economies”, por G. Lombardo y A. Sutherland, noviembre 2003.
- 290 “Inflation persistence and robust monetary policy design”, por G. Coenen, noviembre 2003.
- 291 “Measuring the time-inconsistency of US monetary policy”, por P. Surico, noviembre 2003.
- 292 “Bank mergers, competition and liquidity”, por E. Carletti, P. Hartmann y G. Spagnolo, noviembre 2003.
- 293 “Committees and special interests”, por M. Felgenhauer y H. P. Grüner, noviembre 2003.
- 294 “Does the yield spread predict recessions in the euro area?”, por F. Moneta, diciembre 2003.
- 295 “Optimal allotment policy in the Eurosystem’s main refinancing operations”, por C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov y N. Valla, diciembre 2003.
- 296 “Monetary policy analysis in a small open economy using Bayesian cointegrated structural VARs”, por M. Villani y A. Warne, diciembre 2003.
- 297 “Measurement of contagion in banks’ equity prices”, por R. Gropp y G. Moermann, diciembre 2003.
- 298 “The lender of last resort: a 21st century approach”, por X. Freixas, B. M. Parigi y J.-C. Rochet, diciembre 2003.

OTRAS PUBLICACIONES

- “EU banking sector stability”, febrero 2003.
- “List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves”, febrero 2003.
- “Review of the foreign exchange market structure”, marzo 2003.
- “Structural factors in the EU housing markets”, marzo 2003.
- “List of Monetary Financial Institutions in the accession countries”, marzo 2003.
- “Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions”, marzo 2003.
- “Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
- Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics”, marzo 2003.
- “TARGET Annual Report 2002”, abril 2003.
- “Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units”, abril 2003.
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
- Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries”, mayo 2003.
- “Money, banking and financial market statistics in the accession countries.
- Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries”, mayo 2003.
- “Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods”, mayo 2003.
- “Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology”, mayo 2003.
- “The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main”, junio 2003.
- “Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty”, junio 2003.
- “Developments in national supervisory structures”, junio 2003.
- “Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros”, junio 2003.
- “Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro”, junio 2003.
- “Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos”, julio 2003.
- “Las estadísticas del BCE: Resumen”, agosto 2003.
- “Portfolio investment income: Task force report”, agosto 2003.
- “The new Basel Capital Accord”, agosto 2003.
- “Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures”, septiembre 2003.
- “Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)”, 22 de septiembre de 2003.
- “Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications”, septiembre 2003.
- “Correspondent central banking model (CCBM): procedures for eurosystem counterparties”, septiembre 2003.

“Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries”, octubre 2003.
“Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18”, octubre 2003.
“European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, noviembre 2003.
“Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, noviembre 2003.
“Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002”, noviembre 2003.
“TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003”, noviembre 2003.
“TARGET2: the payment system of the eurosystem”, noviembre 2003.
“Seasonal adjustment”, noviembre 2003.
“Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review”, noviembre 2003.
“EU banking sector stability”, noviembre 2003.
“Review of the international role of the euro”, diciembre 2003.
“Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries”, diciembre 2003.

FOLLETOS INFORMATIVOS

“Information Guide for credit institutions using TARGET”, julio 2003



GLOSARIO

Activos exteriores netos de las IFM: comprende los activos exteriores de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes en monedas distintas del euro, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos los pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos mantenidos por no residentes en la zona del euro, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM con plazo inferior o igual a dos años).

Administraciones Públicas: comprende las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social. Las unidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas en principio del concepto Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM): el balance agregado de las IFM se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las IFM (principalmente, eliminando los préstamos recíprocos entre las IFM).

Comercio exterior de bienes: exportaciones e importaciones de bienes dentro y fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. El comercio dentro de la zona del euro registra las entradas y salidas de bienes entre los países de la zona, al tiempo que el comercio fuera de la zona registra el comercio exterior de la zona del euro con el resto del mundo. Las estadísticas del comercio exterior no son directamente comparables con las importaciones y exportaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios.

Coste laboral bruto mensual: medida de los sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

Costes laborales unitarios: medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total de los asalariados en relación con el producto interior bruto.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: comprende los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro y los valores emitidos por residentes en la zona mantenidos por las IFM. Los valores comprenden acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones.

Curva de rendimientos: describe la relación entre tipos de interés a distintos plazos en un momento determinado. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

Deriva salarial: medida de la brecha entre la tasa de crecimiento de los sueldos y salarios efectivamente pagados y la de los salarios base negociados en convenio (debido, por ejemplo, a otros conceptos como primas salariales y primas por promoción, así como cláusulas de salvaguarda para hacer frente a la inflación no esperada) .

Deuda (cuentas financieras): incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. En las cuentas financieras trimestrales, la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas

relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

Deuda pública indicia con la inflación: valores de renta fija cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuestas de opinión de la CE: encuestas económicas cualitativas a empresarios y consumidores realizadas por la Comisión Europea. Las preguntas van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. Los indicadores de confianza son indicadores compuestos o sintéticos calculados como la media aritmética de los saldos en términos de diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas y negativas de varios componentes (véase cuadro 5.2.5 de la sección “Estadísticas de la zona del euro” para más información).

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, basada en operaciones.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo

de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central, y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los países de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación, e impuestos relacionados con el empleo) neta de subvenciones por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero de la zona del euro: media ponderada de los precios de los consumos intermedios en las manufacturas calculada a partir de las encuestas sobre la actividad en el sector manufacturero realizadas en algunos países de la zona del euro.

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

Inversiones de cartera: registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona (“activos”) y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona (“pasivos”). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

Inversión directa: inversión transfronteriza que refleja el objetivo de obtener un interés permanente de una empresa residente en otra economía (en la práctica, la participación en la empresa debe ser igual, al menos, al 10% de los derechos de voto). La inversión directa registra las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la zona del euro (como “inversión directa en el exterior”) y las adquisiciones netas de activos de la zona del euro por no residentes (como “inversión directa en la zona del euro”). La inversión directa incluye acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho. Comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio. Comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central .

M3: agregado monetario amplio. Comprende M2 y los instrumentos negociables, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto mensual llevada a cabo por el Eurosistema, con vencimiento habitual a tres meses. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el volumen que se adjudicará se anuncia con antelación.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto semanal llevada a cabo por el Eurosistema. En el 2003 el Consejo de gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría a ser de dos a una semana. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el tipo mínimo de puja se anuncia con antelación.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: comprenden depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones a un plazo a la emisión superior a dos años y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: suma de los trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo. También se le denomina posición acreedora neta frente al exterior.

Precios industriales: medida del precio de venta a pié fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; habitualmente se mide como el PIB a precios constantes dividido por bien el empleo total o el total de horas trabajadas.

Producto Interior Bruto (PIB): resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda (Administraciones Públicas): la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

Remuneración por asalariado: se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta por el cual las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales del euro son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés, fijados por el Consejo de Gobierno, que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja aplicable a las

operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: medida de los empleos de nueva creación, de las vacantes sin cubrir o de los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Las acciones suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.