



BANCO CENTRAL EUROPEO

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  
FEBRERO**





**BANCO CENTRAL EUROPEO**



## **BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 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 4 de febrero 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

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	<b>9</b>
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
<b>Recuadros</b>	
1 Resultado de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero del 2004	14
2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria desde el 24 de noviembre de 2003 al 23 de enero de 2004	21
3 Expectativas del sector privado respecto a la inflación y la actividad económica de la zona del euro: Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2004 y otros indicadores disponibles	33
4 La valoración de la situación económica actual y esperada según las encuestas de opinión de la Comisión Europea	41
<b>ARTÍCULOS</b>	
Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE	49
Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos	63
Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera	77
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2003	V
<b>GLOSARIO</b>	<b>IX</b>

## 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 5 de febrero 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 de mantener los tipos de interés oficiales del BCE en sus reducidos niveles refleja la valoración del Consejo de Gobierno de que las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo no han experimentado variaciones fundamentales y, en consecuencia, la orientación de la política monetaria sigue siendo adecuada. El Consejo de Gobierno estimó que la evolución ligeramente más favorable de los precios de importación debería contener los riesgos inflacionistas, y que la recuperación de la economía de la zona del euro debería proseguir de acuerdo con las expectativas previas. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir en su evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo. Por lo que se refiere a los tipos de cambio, el Consejo de Gobierno reiteró particularmente la importancia de la estabilidad y su preocupación respecto a las variaciones excesivas de los mismos.

En lo concerniente al análisis económico, los datos más recientes referidos a la producción de la zona del euro, así como los resultados de las encuestas de confianza empresarial, siguen siendo compatibles con la continuación del crecimiento económico a finales del 2003 y principios de este año en las manufacturas y los servicios.

De cara al futuro, la evolución del entorno exterior de la zona del euro debería continuar siendo favorable. En particular, cabe esperar que el notable crecimiento del PIB real de las economías de los principales socios comerciales de la zona del euro sustente la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro, si bien el descenso de la competitividad en términos de precios podría moderar en alguna medida el crecimiento de las exportaciones.

Las condiciones para una mejora de la demanda interna son, asimismo, favorables. La inversión

debería beneficiarse no sólo de la evolución de la demanda mundial, sino también de los esfuerzos de las empresas para incrementar la productividad y la rentabilidad, así como del reducido nivel de los tipos de interés y de las favorables condiciones de financiación existentes en general. Asimismo, cabe esperar una recuperación del consumo privado, que se ha mantenido hasta el momento significativamente moderado, en línea con un incremento de la renta real disponible. Este panorama general de recuperación económica gradual está reflejado en las previsiones disponibles, tanto de fuentes públicas como privadas, y parece venir corroborado por la evolución de los mercados financieros.

A corto plazo, los riesgos para este escenario de referencia siguen siendo equilibrados. A más largo plazo, existen incertidumbres referidas a la persistencia de desequilibrios en diversas regiones de la economía mundial y a sus posibles repercusiones sobre la sostenibilidad del crecimiento económico mundial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió hasta el 2% en diciembre del 2003. Eurostat ha estimado una tasa igual para enero del 2004. En el curso de este año, la tasa de inflación debería descender por debajo del 2% y mantenerse posteriormente en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Aunque los precios internacionales de las materias primas denominados en dólares estadounidenses han mostrado una trayectoria ascendente durante los últimos meses, la apreciación experimentada por el euro en el pasado está atenuando su incidencia sobre los precios internos. Por otra parte, se espera que la evolución de los salarios siga siendo moderada en el contexto de tasas de desempleo elevadas y de una recuperación gradual de la economía. Los datos recientes sobre los costes laborales parecen confirmar, en términos generales, la evaluación de una estabilización de los incrementos salariales. Todas las previsiones disponibles confirman la valoración de que, en conjunto, las presiones inflacionistas se mantienen contenidas. Considerando el carácter condicional de toda evaluación prospectiva, resulta, evidentemente, importante tener en cuenta todos los elementos de riesgo para las



perspectivas relativas a la estabilidad de precios. Asimismo, es necesario prestar especial atención a las expectativas de inflación.

En cuanto al análisis monetario, el crecimiento interanual de M3 ha continuado ralentizándose de forma moderada durante los últimos meses. Ello indica una reestructuración de carteras muy gradual, de sustitución de activos líquidos por activos financieros a plazo más largo no incluidos en M3. Por otra parte, el reducido nivel de los tipos de interés está contribuyendo a la continuación del intenso crecimiento de los activos muy líquidos. Paralelamente, el crecimiento de los préstamos al sector privado refleja, tanto la incidencia del bajo nivel de los tipos de interés, como la mejora del entorno económico.

El fuerte crecimiento monetario de los últimos años ha dado lugar a que el grado de liquidez disponible en la zona del euro sea significativamente superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. La cuestión de si este exceso de liquidez acumulado se traducirá, a medio plazo, en presiones inflacionistas dependerá de la medida en que se inviertan las anteriores reestructuraciones de cartera y del vigor del crecimiento de la economía en el futuro. La persistencia del exceso de liquidez podría generar presiones inflacionistas a medio plazo.

En resumen, el análisis económico sigue indicando que el escenario de referencia para la evolución de los precios a medio plazo resulta acorde con la estabilidad de precios, y el contraste con el análisis monetario no modifica esta valoración.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, diversas cuestiones de importancia reclaman una atenta consideración. En primer lugar, la aplicación de dichas políticas ha de ser congruente con los compromisos contraídos por los gobiernos el año pasado. A este respecto, se está llevando a cabo actualmente una rigurosa evaluación de los nuevos Programas de Estabilidad de los Estados miembros. La solidez de las finanzas públicas constituye un elemento indispensable para la estabilidad del marco macroeconómico, que, a su vez, contribuye al incremento de la confianza y fomenta la inversión, el crecimiento y el empleo en la zona del euro.

En segundo lugar, en lo relativo al marco institucional de la política fiscal, el Consejo de Gobierno comparte la preocupación de la Comisión Europea con respecto a las conclusiones del Consejo ECOFIN alcanzadas en noviembre del año pasado. El BCE respeta la decisión de la Comisión, en cuanto que guardián del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, de clarificar los aspectos jurídicos referidos a la aplicación del Pacto. Además, el BCE no estima necesaria la modificación del Tratado y considera que la actual formulación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento resulta apropiada. El Consejo de Gobierno comparte con la Comisión la opinión de que la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento podría mejorarse, en particular, en lo que se refiere al análisis de los desequilibrios estructurales y al fortalecimiento de los incentivos para mantener la solidez de las finanzas públicas en períodos de bonanza económica. La claridad y la observancia del marco presupuestario deberían mejorarse.

Aunque la estabilidad del marco macroeconómico resulta necesaria para impulsar el potencial de crecimiento de la zona del euro no constituye en sí misma una condición suficiente. El estímulo del empleo, el fomento de la productividad laboral y la óptima utilización de los progresos técnicos y científicos, en el contexto de una sociedad cada vez más envejecida, requieren la aplicación de reformas estructurales, tanto en el ámbito presupuestario como en el de los mercados de productos y de trabajo. La estrategia acordada en Lisboa marca las directrices apropiadas para el progreso; no obstante, la responsabilidad de su puesta en marcha recae sobre los gobiernos, los parlamentos y los interlocutores sociales. El Consejo de Gobierno apoya resueltamente los esfuerzos que se están llevando a cabo en algunos países para avanzar en la aplicación de reformas estructurales. Asimismo, comparte sin reservas el punto de vista de que es necesario adoptar medidas adicionales, tal como ha reiterado recientemente la Comisión en su informe de progreso sobre la puesta en práctica de la estrategia de Lisboa y las prioridades establecidas para el 2004. Incumbe a los responsables exponer convincentemente a los ciudadanos que dichas reformas estructurales redundarán en beneficio de todos, en términos de crecimiento, de más y mejores puestos de trabajo y de rentas más altas.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. El primero estudia algunas de las características macroeconómicas y estructurales básicas de las economías de los países adherentes en el umbral de la Unión Europea. En el segundo, se comparan los aspectos más destacados de la evolución del ahorro, la financiación y la inversión, además de las tendencias resultantes en términos de deuda y de riqueza financiera de las sociedades no financieras y de los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos desde mediados de la década de los noventa. En el tercero, se ofrece una visión panorámica del debate que se está desarrollando actualmente y del efecto de una aplicación más generalizada de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*El ritmo que siguen el comercio y la actividad económica internacional ha continuado acelerándose y las perspectivas del entorno exterior deberían seguir evolucionando favorablemente. La recuperación de la demanda internacional y del comercio mundial se ha generalizado y también fortalecido, impulsada por unas condiciones de financiación favorables. Los precios de las materias primas han mantenido su senda ascendente, especialmente los de los productos no petrolíferos.*

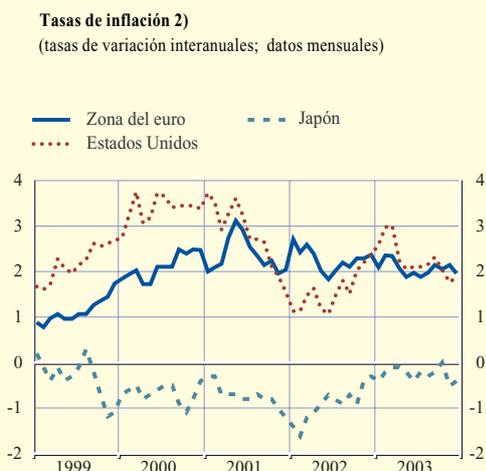
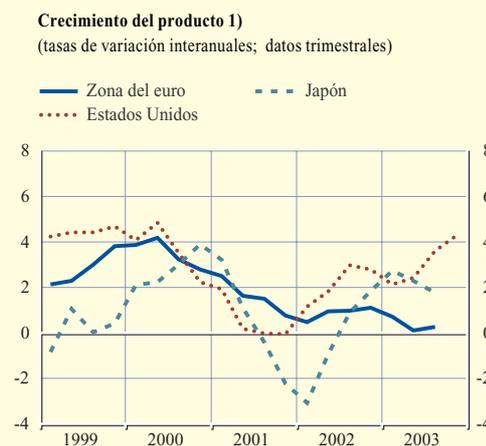
### EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los últimos datos publicados muestran una mejora adicional de la situación económica internacional y sugieren una generalización de la recuperación en la mayoría de las regiones.

En Estados Unidos, ha continuado la pujanza de la actividad económica, puesto que el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre alcanzó un 4% (en tasa intertrimestral anualizada), tras el 8,2% registrado en el tercer trimestre del 2003. No obstante, el crecimiento del empleo se ha ralentizado en los últimos meses, si bien no parece que este hecho haya afectado hasta ahora a la vitalidad generalizada de la economía. La confianza de los consumidores se ha mantenido a niveles elevados y la evidencia disponible sugiere que la recuperación del gasto de capital de las empresas continúa siendo intensa. En concreto, la amplia liquidez interna de que disponen las empresas de Estados Unidos, junto con las favorables condiciones de financiación existentes, continúan fomentando la inversión empresarial privada. La inflación se ha estabilizado, en líneas generales. La tasa de inflación interanual medida por el IPC fue de un 1,9% en diciembre, tras el 1,8% observado en noviembre, mientras que el deflactor del gasto de consumo personal, excluidos los alimentos y la energía, se situó en torno al 1% durante los tres últimos meses del año 2003. En su reunión del 28 de enero de 2004, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en el 1% el tipo de interés de referencia de los fondos federales.

La economía japonesa continúa en su senda de recuperación gradual. A pesar de la apreciación del yen, el incremento de las exportaciones ha sido el principal soporte del crecimiento económico, como reflejo de la vigorosa expansión de la demanda internacional. La vitalidad de la demanda exterior se ha ido transmitiendo gradualmente al sector interior de la economía, con el resultado de un aumento de la producción industrial de un 1% (en tasa intermensual) en noviembre. No obstante, el gasto de consumo ha permanido estancado. En

**Gráfico I: Principales indicadores de las economías más industrializadas**



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

cuanto a la evolución de los precios, persistió una leve deflación, ya que el IPC cayó en diciembre un 0,4% (en tasa interanual), mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, se redujo un 0,1%. El 20 de enero, el Banco de Japón elevó su objetivo para los saldos bancarios en cuentas corrientes del banco emisor, hasta un nivel de 30 a 35 billones de yenes, frente al objetivo anterior de 27 a 32 billones de yenes.

En el Reino Unido, la actividad económica continuó mejorando en el cuarto trimestre del 2003, al registrarse una aceleración del crecimiento del PIB real hasta el 0,9% en tasa intertrimestral, resultando en una tasa de crecimiento interanual del 2,5%. El sector servicios parece haber sido el principal motor del crecimiento del producto, mientras que la producción industrial se ha mantenido estancada. El vigor de las ventas al por menor durante el cuarto trimestre del 2003 sugiere que el gasto de consumo sigue siendo elevado, como reflejo del intenso endeudamiento de los hogares y de la fortaleza del mercado de la vivienda. La inflación medida por el IAPC ha permanecido estable en diciembre, a una tasa interanual del 1,3%, bastante inferior al objetivo del 2%.

En Asia, excluido Japón, ha continuado el fuerte crecimiento de la actividad económica., En China, la tasa de crecimiento interanual del PIB, impulsada por la inversión en activos fijos, se situó durante el 2003 en el 9,1%, el nivel más alto de los siete últimos años, mientras que la tasa de inflación medida por el IPC se elevó de manera acusada hasta el 3,2% (en tasa interanual) en diciembre. La actividad económica también siguió mejorando en los países adherentes a la UE y en América Latina, aunque a un ritmo más lento que el observado en Asia, excluido Japón.

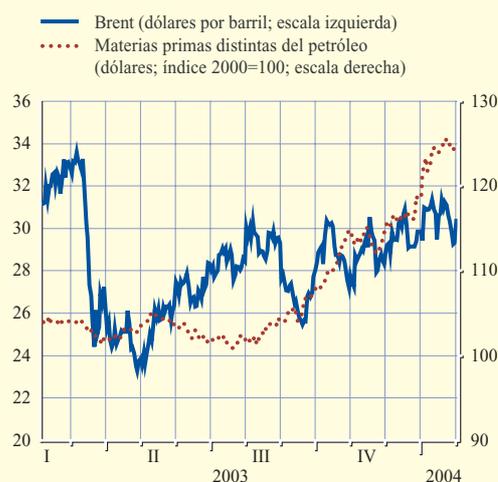
#### MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo alcanzaron en enero su nivel más alto desde marzo del 2003. El precio del Brent se situó, el 4 de febrero de 2004, en 29,6 dólares estadounidenses (23,7 euros). Estos precios se han visto impulsados al alza por la fuerte demanda existente en Estados Unidos y Asia, así como por los niveles de existencias, históricamente reducidos, registrados en Estados Unidos. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha permitido que los precios del crudo sobrepasaran el límite superior de la cesta de precios de la OPEP, fijado en 28 dólares estadounidenses. Asimismo, en enero del 2004 continuó la subida relativamente pronunciada de los precios en dólares de otras materias primas observada durante el segundo semestre del 2003, estimulada principalmente por una demanda internacional más vigorosa (véase gráfico 2). Los precios de las materias primas distintas del petróleo han aumentado un 22% desde el comienzo de julio.

#### PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

El entorno exterior de la zona del euro debería seguir evolucionando favorablemente. La recuperación de la actividad económica internacional y del comercio mundial se ha generalizado y fortalecido, impulsada, entre otros factores, por unas condiciones de financiación favorables y una revitalización de la demanda interna en la mayoría de las regiones.

**Gráfico 2: Principales indicadores de los mercados de materias primas**



Fuentes: Datastream y Hamburg Institute of International Economics.

Los riesgos que afectan a las perspectivas económicas mundiales parecen encontrarse básicamente equilibrados. Por el lado positivo, la actividad económica internacional podría acelerarse si el crecimiento de la productividad, especialmente en Estados Unidos, mantiene su evolución dinámica de los últimos meses. Por el lado negativo, los mayores riesgos están relacionados con la persistencia de los desequilibrios exteriores en las principales áreas de la economía mundial y sus repercusiones potenciales sobre la sostenibilidad del crecimiento internacional.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 EVOLUCIÓN MONETARIA

Los datos de diciembre del 2003 confirmaron la evidencia de que el crecimiento interanual de M3 se había moderado desde el verano de ese año. Dadas las mejoras observadas en la situación de los mercados financieros y la menor incertidumbre sobre las perspectivas económicas, los agentes económicos parecen haber reestructurado gradualmente sus carteras, sustituyendo activos monetarios por activos financieros a más largo plazo no incluidos en M3. Al mismo tiempo, la moderación del crecimiento de M3 se está produciendo con relativa lentitud, lo que puede deberse, al menos en parte, al reducido nivel de los tipos de interés. En este contexto, el crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se elevó en el último trimestre del 2003. Este incremento se vio impulsado, en gran medida, por el crecimiento de los préstamos a hogares. En general, a pesar de la moderación del crecimiento de M3, en la zona del euro todavía queda bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En el período transcurrido entre noviembre y diciembre del 2003, el agregado monetario amplio M3 creció a un ritmo lento. La tasa de crecimiento interanual de este agregado descendió hasta el 7,1% en diciembre, desde el 7,4% de noviembre y el máximo del 8,7% registrado en julio (véase gráfico 3). En consecuencia, los datos de diciembre confirman la tendencia a la baja del crecimiento de M3 iniciada en el verano del 2003. El aumento del precio de las acciones, la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, la disminución de la incertidumbre de los mercados financieros y unas perspectivas económicas más halagüeñas parecen haber llevado a los inversores a reestructurar sus carteras a favor de activos financieros a más largo plazo, aunque con cautela. Al mismo tiempo, el reducido coste de oportunidad de mantener dinero ha seguido estimulando el crecimiento monetario, lo que también puede explicar, hasta cierto punto, porqué la normalización del crecimiento de M3 se está produciendo con relativa lentitud.

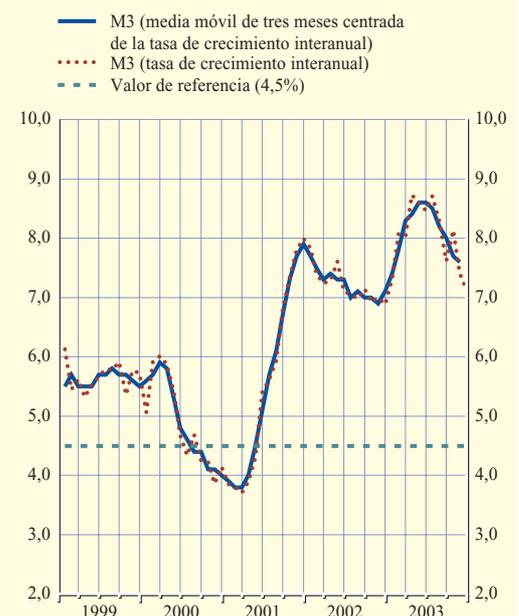
A pesar de la moderación del crecimiento de M3 observada desde el verano, en diciembre, en la zona del euro seguía habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista. La cuestión de si esta acumulación de liquidez provocará presiones inflacionistas en el medio plazo depende, fundamentalmente, de la medida en que cambien de sentido los anteriores desplazamientos de cartera y de la evolución futura de la economía. En caso de persistir, este exceso de liquidez podría generar presiones inflacionistas en el medio plazo, sobre todo si va acompañado de un crecimiento económico sostenido.

#### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se mantuvo elevada en diciembre del 2003 (véase cuadro 1). En parte, esto se debe al importante proceso de reposición de las

Gráfico 3: Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanuales					
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2003 Nov	2003 Dic
<b>M1</b>	<b>43,1</b>	10,1	11,4	11,5	11,3	10,7	10,6
Efectivo en circulación	6,3	39,1	35,7	29,6	26,2	26,3	25,0
Depósitos a la vista	36,8	6,6	8,2	9,0	9,1	8,4	8,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	42,0	4,3	5,4	5,7	4,7	4,7	4,6
Depósitos a plazo hasta dos años	17,0	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,0	-2,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	25,0	7,5	9,8	11,4	10,8	10,7	10,1
<b>M2</b>	<b>85,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,9	10,5	9,8	7,4	6,1	6,1	4,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>	<b>169,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
Crédito a las Administraciones Públicas	36,4	2,1	3,5	4,8	6,6	7,1	6,6
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,6	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,5	1,9
Crédito al sector privado	132,7	4,8	5,1	5,5	5,7	6,0	5,7
Préstamos al sector privado	115,5	5,0	4,6	4,9	5,3	5,6	5,4
<b>Pasivos finan. a más largo plazo (excl. capital y reservas)</b>	<b>51,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>

Fuente: BCE.

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

tenencias de efectivo en curso, tanto dentro como fuera de la zona del euro. El crecimiento del efectivo todavía no muestra señales claras de desaceleración, aunque, actualmente, el efectivo en circulación está próximo a niveles acordes con las tendencias observadas con anterioridad a la introducción del euro. Además, el reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continuó estimulando la demanda de este tipo de depósitos.

La tasa de crecimiento interanual del total de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista apenas experimentó variaciones en diciembre, mes en que se situó en el 4,6%. La sustitución, por parte de los agentes económicos, de los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo igual o inferior a dos años) por depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses) observada desde mediados del 2002, parece haberse ralentizado considerablemente. Es probable que la desaceleración de este proceso, patente en las tasas de crecimiento a más corto plazo, esté ligada a la estabilización del diferencial entre los tipos de interés con que las IFM remuneran estos depósitos registrada desde agosto del 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 volvió a descender en diciembre, hasta el 4,8%, desde el 6,1% de noviembre y el máximo del 12,5% de abril. Esta evolución es acorde con el hecho de que los agentes económicos estén reestructurando sus carteras, aunque con cautela, a favor de activos de mayor riesgo no incluidos en M3, una trayectoria relacionada con unas condiciones más favorables en los mercados financieros.

**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 disminuyó ligeramente en diciembre del 2003 (véase cuadro 1). No obstante, los datos correspondientes al último trimestre del 2003 ponen de manifiesto que se ha producido una clara recuperación de la dinámica de los préstamos.

Probablemente, el aumento de la demanda de préstamos por parte del sector privado observado a finales de año estuvo vinculado a las mejores perspectivas económicas, y se vio favorecido por la persistencia del reducido nivel de los tipos de interés de los préstamos y créditos en la zona del euro.

El detalle de los préstamos de las IFM por sector prestatario (véase cuadro 2) indica que la recuperación del crecimiento de los préstamos se vio impulsado, en gran medida, por los préstamos a hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda aumentó de nuevo en el cuarto trimestre, hasta el 7,8%, desde el 7,5% del tercer trimestre. El crecimiento sostenido de esta categoría de préstamos obedeció, posiblemente, a la persistencia del reducido nivel de los tipos de interés hipotecarios y al acusado incremento del precio de la vivienda en algunos países de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo y de otros préstamos a hogares también se elevó en el cuarto trimestre.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras apenas experimentó variaciones en el último trimestre del 2003, situándose en el 3,5%, frente al 3,6% del trimestre precedente. Así pues, permaneció entre el 3,5% y el 4%, niveles entre los que ha estado fluctuando la mayor parte del tiempo durante más de un año. Al interpretar estos datos se ha de tener en cuenta que el considerable aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a intermediarios financieros no monetarios observado en diciembre puede deberse, en parte, al incremento de los préstamos a las sociedades no financieras a través de otros intermediarios financieros (v.g., entidades de propósito especial).

#### Recuadro I

##### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ENERO DEL 2004

A principios de enero del 2004, el Eurosistema realizó la quinta encuesta sobre préstamos bancarios. La encuesta facilita información sobre la situación de la oferta y la demanda en los mercados de crédito de la zona del euro, y se ha diseñado para complementar las estadísticas existentes sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y sobre los saldos vivos del crédito. En este recuadro se recogen los resultados más relevantes para el cuarto trimestre del 2003 y las expectativas para el primer trimestre del 2004, y se comparan con los obtenidos en la encuesta de octubre del 2003<sup>1</sup>. A este respecto se ha de tener en cuenta que las preguntas están formuladas en términos de variaciones ocurridas en los tres meses anteriores y de expectativas de variación para los tres siguientes. A continuación se efectúa un análisis general de las respuestas centrado en la diferencia (el «porcentaje neto») entre la proporción de entidades que ha indicado, por ejemplo, que se ha producido un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y la proporción que ha respondido que dichos criterios se han relajado, considerándose tanto el nivel de los citados porcentajes netos como sus variaciones en el tiempo.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2004, basados en las respuestas facilitadas por las 86 entidades de crédito participantes, señalan que se ha registrado una nueva reducción del porcentaje neto de entidades que han indicado que se ha producido un endurecimiento de los criterios de concesión de créditos a empresas en el cuarto trimestre del 2003, al tiempo que el porcentaje neto de entidades que han informado de un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a los hogares se mantuvo reducido.

<sup>1</sup> En la dirección del BCE en Internet figura un informe más amplio.

### Cuadro A: Variaciones de los criterios de aprobación y de la demanda del crédito a empresas

(porcentaje neto)

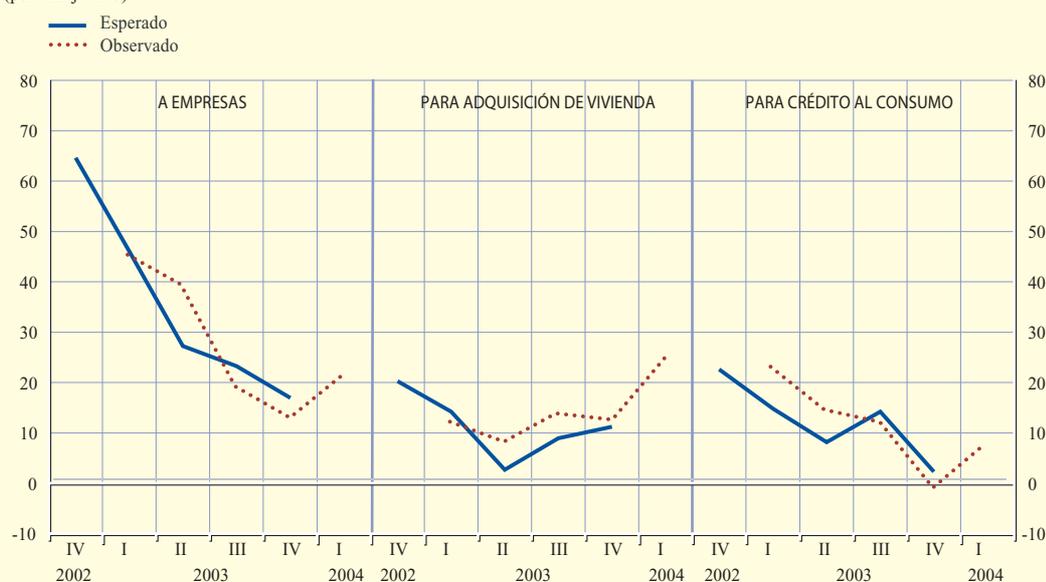
	Total			Préstamos a pequeñas y medianas empresas			Préstamos a grandes empresas			Préstamos a corto plazo			Préstamos a largo plazo		
	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos
	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses
Enero 2003	65	46	-31	59	40	-29	67	48	-24	47	31	-19	59	50	-22
Abril 2003	46	39	-31	31	35	-19	51	36	-26	32	29	-4	43	39	-14
Julio 2003	27	19	-25	30	14	-17	25	24	-15	19	5	-6	28	21	-30
Octubre 2003	23	13	-17	20	11	-9	17	16	-20	16	14	-13	25	19	-11
Enero 2004	17	22	3	20	12	12	15	26	-5	10	11	2	17	26	7

Notas: Para los criterios de aprobación, el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Para la demanda de préstamos, dicho porcentaje se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han aumentado considerablemente» y «han aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han disminuido en cierta medida» y «han disminuido considerablemente».

Los resultados de la zona del euro corresponden a la agregación de los resultados nacionales ponderados por la cuota de los saldos vivos totales del crédito nacional en el saldo vivo total del crédito de la zona del euro a residentes en la zona.

### Criterios de aprobación de préstamos o líneas de crédito

(porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas “se han endurecido considerablemente” y “se han endurecido en cierta medida”, y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas “se han relajado en cierta medida” y “se han relajado considerablemente”.

Los valores “observados” se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores “esperados” son los porcentajes netos calculados a partir de las respuestas proporcionadas por las entidades de crédito en la encuesta precedente. Por ejemplo, los valores “esperados” para el primer trimestre del 2004 son los indicados por las entidades en la encuesta de enero del 2004.

Los resultados de la zona del euro corresponden a la agregación de los resultados nacionales ponderados por la cuota de los saldos vivos totales del crédito nacional en el saldo vivo total del crédito de la zona del euro a residentes en la zona.

## **Empresas**

Si se considera con mayor detalle el crédito a empresas, por primera vez, el porcentaje neto de entidades que señalaron que se había producido un endurecimiento neto de los criterios de concesión de crédito continuó descendiendo, desde el 23% de octubre del 2003 hasta el 17% de enero del 2004 (véase cuadro A), en general, en consonancia con las expectativas de las entidades de crédito en octubre del 2003 con relación al cuarto trimestre (véase el panel izquierdo del gráfico). La disminución del porcentaje neto de entidades que, en enero del 2004, manifestaron que se había registrado un endurecimiento de los criterios de concesión del crédito se observó en todas las categorías, excepto en la de préstamos a pequeñas y medianas empresas.

El factor citado como principal impulsor del persistente descenso del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de créditos a empresas en el cuarto trimestre del 2003 fue la considerable disminución de la percepción del riesgo relacionado con la actividad económica general y con las perspectivas económicas concretas del sector o de la empresa. Las condiciones de concesión de préstamos o de líneas de crédito a empresas que mostraron una mayor caída en enero del 2004, en comparación con la encuesta de octubre del 2003, fueron las relacionadas con los márgenes de los tipos de interés de los préstamos de mayor riesgo, así como los de los préstamos ordinarios, y la cuantía del préstamo o línea de crédito.

Por lo que se refiere a las expectativas sobre los criterios de concesión de préstamos a empresas en el primer trimestre del 2004, ha aumentado el porcentaje neto de entidades que esperaban un endurecimiento de dichos criterios (véase cuadro A). Este resultado es, en cierta medida, sorprendente, dada la mejor percepción de la marcha de la economía, en general, en la zona del euro.

En cuanto a la demanda de préstamos o líneas de crédito a empresas, el 3% neto de las entidades participantes en la encuesta de enero del 2004 indicaron que habían registrado un aumento de la demanda en los tres meses anteriores, mientras que, en octubre del 2003, un 17%, en términos netos, de las entidades participantes habían indicado que la demanda había disminuido (véase cuadro A). Los principales motivos aducidos en relación con el incremento de la demanda de préstamos a empresas fueron las necesidades de financiación relacionadas con la inversión en capital fijo, existencias y capital circulante, así como las reestructuraciones de la deuda y las fusiones y adquisiciones. El aumento de la demanda pareció ser especialmente pronunciado en lo que respecta a las pequeñas y medianas empresas.

## **Hogares**

Por lo que respecta a los hogares, el 11%, en términos netos, de las entidades participantes indicó que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda en el último trimestre del 2003 (véase cuadro B), prácticamente sin variaciones con relación a la encuesta de octubre del 2003, y acorde con las expectativas para el cuarto trimestre del pasado año, según se señalaba en la encuesta anterior (véase panel central del gráfico). En lo que concierne a los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares, en enero del 2004, el 2%, en términos netos, de las entidades participantes manifestaron que se había registrado un endurecimiento de dichos criterios durante el último trimestre del 2003, frente al 14% de la encuesta de octubre del 2003, en consonancia con las expectativas para dicho trimestre en la encuesta precedente (véase panel derecho del gráfico).

La práctica ausencia de variaciones con respecto de la encuesta anterior en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre del 2003

**Cuadro B: Variaciones de los criterios de aprobación y de la demanda de crédito a hogares**

(porcentaje neto)

	Préstamos para adquisición de vivienda			Crédito al consumo y otros préstamos		
	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos	Criterios de aprobación		Demanda de préstamos
	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses	Últimos tres meses	Próximos tres meses	Últimos tres meses
Enero 2003	20	12	29	22	23	-8
Abril 2003	14	8	19	15	14	-2
Julio 2003	3	14	29	8	12	5
Octubre 2003	9	13	31	14	-1	-7
Enero 2004	11	25	23	2	8	-14

Notas: Para los criterios de aprobación, el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». Para la demanda de préstamos, dicho porcentaje se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han aumentado considerablemente» y «han aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han disminuido en cierta medida» y «han disminuido considerablemente».

Los resultados de la zona del euro corresponden a la agregación de los resultados nacionales ponderados por la cuota de los saldos vivos totales del crédito nacional en el saldo vivo total del crédito de la zona del euro a residentes en la zona.

obedeció, por un lado, a una leve elevación de la percepción del riesgo relacionado con los mercados de la vivienda y, por otro, a una mejora de las expectativas en torno a la actividad económica general. Además del factor citado en último lugar, las entidades han señalado que la disminución de la percepción del riesgo relacionado con la solvencia crediticia de los consumidores contribuyó a que se redujera el porcentaje neto de entidades que manifestaron que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los créditos al consumo.

Considerando las expectativas para el primer trimestre del 2004, las entidades de crédito indicaron que preveían un ligero aumento en el grado de endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo (véase cuadro B).

Por lo que se refiere a la demanda de préstamos de los hogares, la encuesta de enero del 2004 puso de manifiesto que, en términos netos, un porcentaje menor de entidades, el 23%, señaló que se había producido un aumento algo menor de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, en comparación con el 31% de la encuesta de octubre del 2003 (véase cuadro B), registrándose un porcentaje neto mayor de entidades que, en enero del 2004, manifestaron que se había producido una disminución de la demanda de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares que en la encuesta de octubre.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema de enero del 2004 muestran que se ha producido un descenso continuado del porcentaje neto de entidades de crédito que señalaron que, en los tres últimos meses, se ha producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas. Por otra parte, el porcentaje neto de entidades que informaron de un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares se mantuvo reducido (véase recuadro 1).

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado (que, además de los préstamos, incluye las tenencias de las IFM de acciones y otras participaciones, así como de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado), se situó en el 5,7% en diciembre del 2003, frente al 6% de noviembre. La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector público se mantuvo relativamente elevada, en el 6,6%.

## Cuadro 2: Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldos vivos en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanuales					
		2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>
Hasta un año	31,6	-2,6	-2,6	-1,0	0,5	-0,9	-1,0
De uno a cinco años	17,4	8,9	6,3	5,8	2,4	4,4	3,8
Más de cinco años	51,1	6,2	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3
<b>Hogares <sup>2)</sup></b>	<b>49,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,8	4,2	3,9	3,1	3,3	2,3	3,1
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	67,0	7,4	7,7	7,5	7,3	7,5	7,8
Otras finalidades	19,2	2,2	1,4	2,5	1,3	2,7	3,6
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,5</b>	<b>5,9</b>	<b>-11,1</b>	<b>7,2</b>	<b>4,7</b>	<b>10,4</b>	<b>13,9</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>7,1</b>	<b>11,4</b>	<b>5,9</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>10,9</b>

Fuente: BCE, Estadísticas Monetarias y Bancarias.

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

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

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

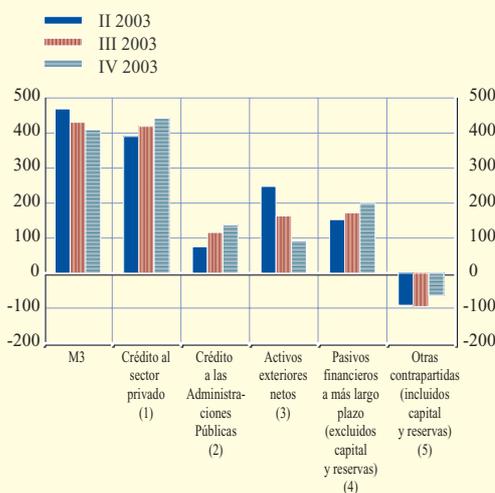
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

En diciembre, los agentes económicos continuaron con sus elevadas inversiones en depósitos a más largo plazo y en bonos bancarios a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) no se modificó en diciembre, mes en que se situó en el 6,7%. Considerando la evolución a más corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada de esta categoría ascendió hasta el 8,6% en diciembre, el nivel más elevado desde marzo de 1998, cuando se inició la elaboración de series de datos. La relativa inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la disminución de la volatilidad de los mercados de renta fija podrían haber contribuido a la fortaleza de la demanda de depósitos y de bonos bancarios a más largo plazo.

El crecimiento interanual de la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM de la zona del euro descendió de nuevo en diciembre del 2003, hasta 92 mm euros, esto es, 155 mm euros por debajo del máximo registrado en junio. Las variaciones de la citada posición acreedora obedecen, en gran medida, a las transacciones realizadas entre agentes de la zona del euro distintos de IFM y no residentes en la zona, y liquidadas por las IFM de la zona del euro. Según datos de balanza de pagos, disponibles únicamente hasta noviembre, el descenso de la tasa de variación interanual de los activos exteriores netos de las IFM observado con posterioridad al mes de junio se debió, principalmente, al hecho de que los residentes de la zona del euro adquirieron más bonos y acciones extranjeros.

## Gráfico 4: Movimientos de M3 y sus contrapartidas

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



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

Resumiendo la información sobre las contrapartidas de M3, existen señales, sobre todo si se considera la evolución de los activos exteriores netos y de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM, que apuntan a que los sectores tenedores de dinero han reestructurado sus carteras a favor de activos no incluidos en M3. Al mismo tiempo, el repunte observado en la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro en el cuarto trimestre del 2003 siguió impulsando el crecimiento de M3 (véase gráfico 4).

## 2.2 EMISIÓN DE VALORES

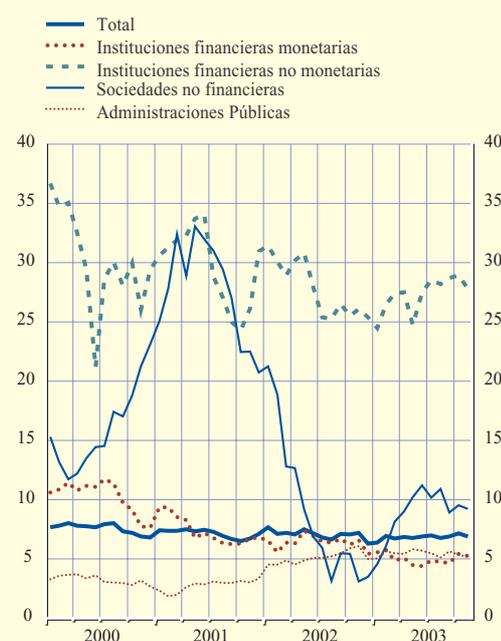
*En noviembre del 2003, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente, al tiempo que la de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se mantuvo relativamente moderada, a un nivel que apenas ha experimentado cambios desde julio del 2003.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo levemente en noviembre del 2003, hasta el 6,9% frente al 7,2% de octubre (véase gráfico 5). Esto representa un descenso de 3 puntos porcentuales, hasta el 7,3%, de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo en noviembre. En cuanto a la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, la tasa de crecimiento interanual prácticamente no registró variaciones ese mes, situándose en el 6,9%.

**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, revaluaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Por lo que respecta al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM fue del 5,3% en noviembre del 2003, ligeramente inferior a la de octubre (véase cuadro 3). En el sector de entidades distintas de IFM, que incluye a las instituciones financieras no monetarias y a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se redujo 0,6 puntos porcentuales entre octubre y noviembre del 2003, hasta el 18,4%. Este descenso se debió, en parte, a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, hasta el 27,8% en noviembre, frente al 29% de octubre. La persistencia de las elevadas tasas de crecimiento de este sector se ha concentrado en unos pocos países y, en cierta medida, obedece a la utilización de filiales financieras especializadas para captar fondos en los mercados de renta fija por parte de las sociedades no financieras y de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión directa de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras también descendió ligeramente, hasta el 9,3% en noviembre. No obstante esta reducción, las tasas de crecimiento interanuales de la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de entidades distintas de IFM se mantu-

vieron relativamente elevadas, como consecuencia, entre otras cosas, del nivel, relativamente reducido, del rendimiento de los valores de renta fija privada.

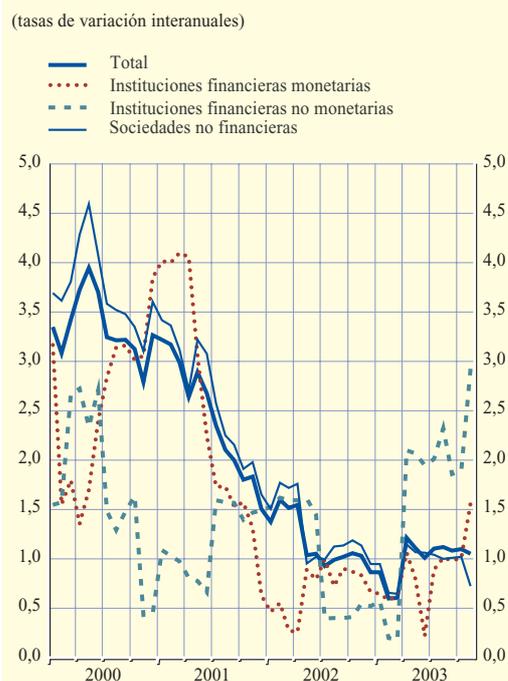
En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por la Administración Central disminuyó hasta el 4,4% en noviembre, frente al 4,6% del mes anterior. Los otros sectores públicos, formados, principalmente, por las Administraciones Regionales y Locales, continuaron emitiendo deuda a un ritmo muy elevado en noviembre. El acusado aumento de la actividad emisora de este sector refleja las grandes necesidades de financiación de las autoridades locales en algunos países de la zona del euro.

#### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se situó en el 1,1% en noviembre, y ha permanecido en este nivel, relativamente reducido, desde julio del 2003 (véanse gráfico 6 y cuadro 3).

En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que prácticamente representan las tres cuartas partes del saldo vivo total de acciones cotizadas, descendió hasta el 0,7% en noviembre, desde el 1% del mes

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



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.

**Cuadro 3: Emisión de valores por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldos vivos, mm de euros 2003 III	Tasas de crecimiento interanuales, % <sup>1)</sup>					
		2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 Oct	2003 Nov
<b>Emisión de valores distintos de acciones:</b>	<b>8.662</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>
IFM	3.264	6,1	5,4	4,7	4,8	5,5	5,3
Instituciones financieras no monetarias	646	25,7	26,1	26,6	28,5	29,0	27,8
Sociedades no financieras	577	4,0	6,3	10,2	10,0	9,5	9,3
Administraciones Públicas	4.173	5,7	5,4	5,7	5,4	5,4	5,2
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	3.964	4,8	4,4	4,7	4,7	4,6	4,4
Otras Administraciones Públicas	209	28,4	31,4	28,8	22,0	21,3	22,8
<b>Emisión de acciones cotizadas:</b>	<b>3.286</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
IFM	494	0,8	0,6	0,7	1,0	1,0	1,6
Instituciones financieras no monetarias	307	0,5	0,3	2,0	2,1	1,9	2,9
Sociedades no financieras	2.484	1,1	0,8	1,1	1,0	1,0	0,7

Fuente: BCE.

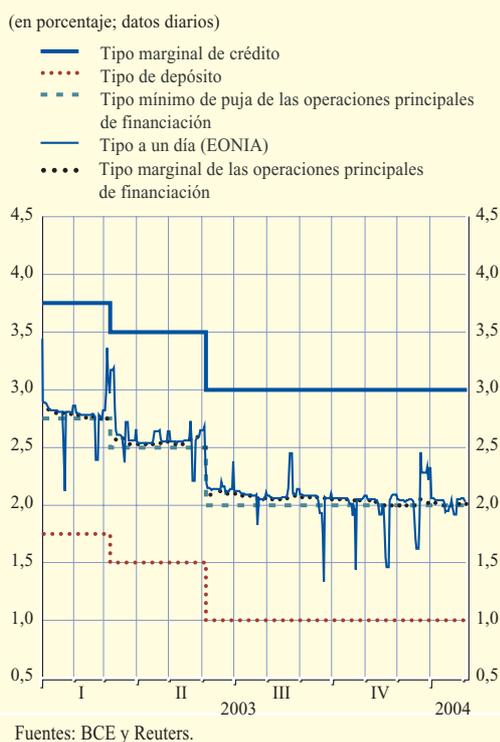
1) Para las acciones cotizadas y los valores distintos de acciones, medias trimestrales de las tasas mensuales de crecimiento interanual.

precedente. En particular, el volumen de ofertas públicas iniciales en los mercados de valores de la zona del euro se mantuvo reducido en el 2003, al tiempo que las sociedades no financieras de la zona registraron mayor actividad en cuanto a ofertas secundarias. De cara al futuro, el número de sociedades no financieras que han anunciado su intención de emitir acciones en el 2004 ha aumentado, lo que apunta a una probable recuperación de la actividad emisora en los mercados bursátiles de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las IFM se elevó hasta el 1,6% en noviembre, desde el 1% del mes precedente, debido, posiblemente, a los esfuerzos de este sector por dar solidez a sus balances. Por lo que se refiere a las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual también ascendió en noviembre, hasta el 2,9%, frente al 1,9% del mes anterior.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente en enero del 2004, principalmente en los plazos más largos. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario pasó a ser más plana.

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



#### Recuadro 2

#### SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA DESDE EL 24 DE NOVIEMBRE DE 2003 AL 23 DE ENERO DE 2004

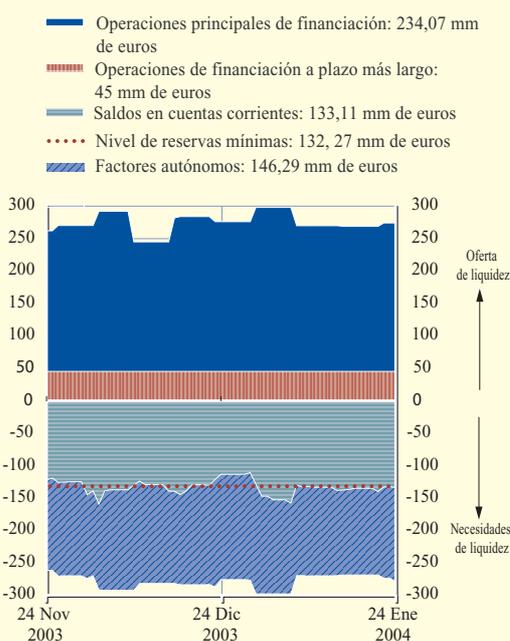
En este recuadro se examina la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los períodos de mantenimiento que finalizaron el 23 de diciembre de 2003 y el 23 de enero de 2004. En el gráfico A se presenta la evolución de los factores de liquidez durante el período considerado.

#### Necesidades de liquidez del sistema bancario

Las necesidades de liquidez de las entidades de crédito aumentaron sustancialmente durante el período, como consecuencia de un incremento estacional de los billetes en circulación. Los billetes, que constituyen el “factor autónomo” más importante (es decir, un factor que habitualmente no se deriva del empleo de los instrumentos de política monetaria), alcanzaron un máximo histórico de 439, 2 mm de euros el 26 de diciembre de 2003. En media diaria, los factores autónomos absorbieron 146,3 mm de euros de liquidez en el período considerado, más que en ningún otro período desde la introducción del euro. Por el contrario, las reservas mínimas, que son la otra fuente principal de necesidad de liquidez de las entidades de crédito, se mantuvieron estabilizadas en torno a 132,3 mm de euros. El exceso de reservas (es decir, los saldos en cuentas corrientes del Eurosistema por encima de las reservas obligatorias) fue superior al habitual (0,79 mm de euros en el primer período de mantenimiento de reservas, y 0,88 mm de euros en el segundo), lo que probablemente estuvo relacionado con el reducido nivel de los tipos de interés oficiales del BCE (que implica un bajo coste

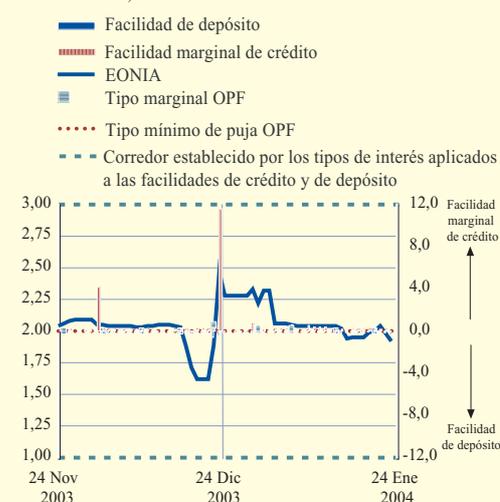
**Gráfico A: Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez**

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



**Gráfico B: El EONIA y el recurso a las facilidades permanentes**

(escala izquierda: tipos de interés diarios en porcentaje; escala derecha: utilización diaria de las facilidades permanentes en mm de euros)



de oportunidad de mantener un exceso de reservas) y con la mayor demanda de límites de liquidez en torno a la Navidad para hacer frente a perturbaciones de pagos inesperadas.

### Oferta de liquidez y tipos de interés

En la primera operación principal de liquidez (OPF) del período considerado, que se liquidó el 26 de noviembre de 2003, se produjo una ligera insuficiencia de pujas, es decir, las entidades participantes solicitaron algo menos de liquidez de la que necesitaba el sistema bancario en su conjunto para cumplir adecuadamente con la exigencia de reservas mínimas. El EONIA (índice medio del tipo del euro a un día) aumentó transitoriamente después de la insuficiencia de pujas, pero retornó rápidamente a un nivel levemente por encima del tipo mínimo de puja (véase gráfico B). En las siguientes tres OPF, las pujas siguieron siendo moderadas, y el tipo marginal fue igual al tipo mínimo de puja en las tres ocasiones.

A mediados de diciembre, el EONIA cayó por debajo del tipo mínimo de puja, pues pareció que los participantes en el mercado anticiparon una situación de liquidez menos restrictiva a finales del período de mantenimiento, pese al hecho de que aún quedaba por liquidar una OPF el 23 de diciembre de 2003. Sin embargo, el BCE se proponía con esta operación asegurar la situación neutral de liquidez al final del período de mantenimiento. De hecho, debido al comportamiento inesperado de los factores autónomos y a la demanda de un exceso de reservas en los últimos dos días del período de mantenimiento, el recurso neto a la facilidad marginal de crédito fue de 11,1 mm de euros el 23 de diciembre, y el EONIA aumentó al 2,46% ese mismo día.

Al igual que en años anteriores, las pujas presentadas fueron relativamente elevadas en las dos OPF que abarcaban el fin del año, como consecuencia de la mayor demanda de liquidez. En la OPF que se liquidó el 23 de diciembre, la ratio entre las pujas presentadas y la satisfechas (la ratio de cobertura de las pujas) se incrementó sustancialmente, hasta ser de 1,43. La dispersión de las pujas también aumentó, incrementándose el tipo marginal hasta el 2,05%, y el tipo medio ponderado, hasta el 2,08%. La dispersión de las pujas fue aún mayor en la primera OPF del período de mantenimiento siguiente, que se liquidó el 30 de diciembre de 2003, y cuyo tipo marginal fue del 2,02%, y el tipo medio ponderado, del 2,09%. Como suele ser habitual, el EONIA también se situó en un nivel relativamente elevado a finales de diciembre, lo que es atribuible al deseo de las entidades de crédito de contar con liquidez adicional para cerrar sus balances a fin de año.

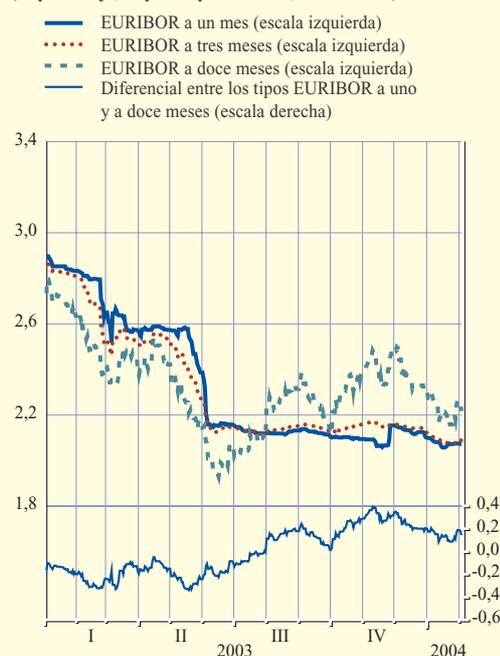
En lo que restaba del período de mantenimiento que finalizó el 23 de enero de 2004, la dispersión de los tipos de puja volvió a reducirse, y los tipos marginales retornaron al 2% y al 2,01%. Después de fin de año, el EONIA recuperó los niveles en torno al 2,04%. En la última semana del período de mantenimiento se situó generalmente por debajo del tipo mínimo de puja, pues pareció, de nuevo, que los participantes esperaban una situación de liquidez menos restrictiva a finales del período de mantenimiento. Sin embargo, el BCE trató de conseguir una situación neutral de liquidez con la adjudicación de la última OPF del período de mantenimiento, que se liquidó el 21 de enero de 2004. El período terminó con un recurso neto a la facilidad marginal de crédito de 5,2 mm de euros, debido casi exclusivamente a la evolución inesperada de los factores autónomos tras la última OPF. Como los participantes en el mercado no consideraron que la situación de liquidez era restrictiva hasta bien entrada la tarde del 23 de enero, el EONIA (que es una media diaria) no se situó ese día por encima de 1,92%.

En el período comprendido entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero 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 2%, el tipo mínimo del puja, de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema. El citado tipo registró algunas fluctuaciones hacia el final del período de mantenimiento de reservas, el 23 de enero de 2004, reflejando variaciones en la percepción de la situación de liquidez (véanse gráfico 7 y recuadro 2).

Tras descender considerablemente en diciembre del 2003, los tipos de interés EURIBOR cayeron moderadamente entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero del 2004. El EURIBOR a doce meses se redujo 11 puntos básicos, situándose en el 2,2% el 4 de febrero. Los tipos de interés en los plazos más cortos registraron un descenso menor, y permanecieron en niveles relativamente próximos al 2%. En consecuencia, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario se aplanó ligeramente. La diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de solo 13 puntos básicos el 4 de febrero de 2004, frente a 21 puntos básicos a finales de diciembre del 2003 (véase gráfico 8).

**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)



Fuente: Reuters.

En el transcurso de enero del 2004, los participantes en el mercado rebajaron ligeramente sus expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo futuros, según indica el descenso de los tipos EURIBOR a tres meses implícitos en el precio de los futuros. Así por ejemplo, el tipo implícito en el precio de los futuros con vencimiento en septiembre del 2004 se redujo 20 puntos básicos entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero del 2004, fecha en la que se situó en el 2,24%.

En enero del 2004, los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Euro-sistema registraron niveles relativamente próximos al tipo mínimo de puja. Entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, los tipos marginal y medio se situaron, en promedio, 1 y 2 puntos básicos, respectivamente, por encima del tipo mínimo de adjudicación. En la operación de financiación a plazo más largo liquidada el 28 de enero de 2004, el tipo medio fue del 2,03%, ligeramente inferior al EURIBOR a tres meses vigente y al tipo medio de la operación de financiación a plazo más largo anterior, liquidada el 18 de diciembre de 2003.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

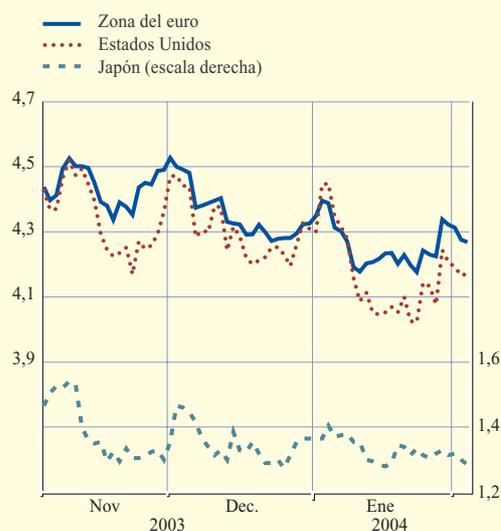
*En un contexto de volatilidad bastante acusada, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos en enero del 2004. En las últimas semanas, la volatilidad implícita, que refleja la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura del rendimiento de la deuda pública, se mantuvo relativamente estable en los principales mercados de renta fija.*

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió en torno a 15 puntos básicos entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, situándose en el 4,2% (véase gráfico 9).

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

(en porcentaje; datos diarios)



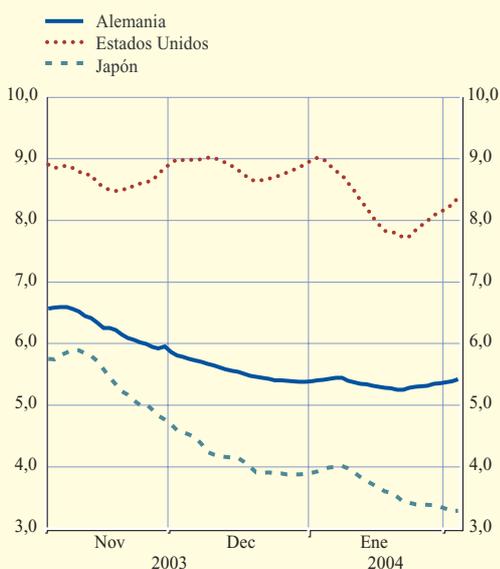
Fuente: Reuters.

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.

Durante este período, el rendimiento de la deuda pública experimentó importantes fluctuaciones. Esta evolución fue consecuencia de diversos factores. Inicialmente, durante las primeras semanas de enero, los participantes en el mercado revisaron a la baja sus expectativas acerca de la evolución futura de los tipos de interés oficiales, lo que provocó una disminución de las rentabilidades de los bonos a largo de la curva de rendimientos. Esta dinámica se invirtió, al menos parcialmente, después de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal efectuara una declaración, tras su reunión del 28 de enero del 2004, que los participantes en el mercado interpretaron como señal de que la Reserva Federal pudiera elevar estos tipos de interés antes y con mayor rapidez de lo previsto. Los datos macroeconómicos publicados en enero corroboraron, en general, unas perspectivas más optimistas sobre el crecimiento económico. Sin embargo, las presiones al alza sobre el rendimiento de los bonos fueron contrarrestadas por factores técnicos, en especial por las abultadas compras de bonos del Tesoro estadounidense efectuadas por inversores extranjeros, en su mayoría bancos centrales. En Estados Unidos, la volatilidad implí-

**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.

En Alemania, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo experimentó, de forma generalizada, una ligera reducción en enero y comienzos de febrero, situándose al final de ese período en un nivel levemente superior a la media registrada desde el año 1999 (véase gráfico 10).

### JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente, en 10 puntos básicos, entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, fecha en la que se situó en el 1,3%. Aunque los inversores mostraron, en general, cierto optimismo en torno a las perspectivas económicas, la relajación cuantitativa de la política monetaria, acordada por el Banco de Japón el 20 de enero, ejerció presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de dicho rendimiento, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta fija, se redujo levemente entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, permaneciendo en un nivel ligeramente inferior a la volatilidad implícita media observada desde enero de 1999.

### ZONA DEL EURO

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo fluctuó de forma pronunciada en enero y principios de febrero, en consonancia

con el de los bonos estadounidenses. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro descendió ligeramente, en 5 puntos básicos, entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, fecha en la que se situó en el 4,3%. Esta estabilidad generalizada del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pareció ser reflejo del efecto compensatorio de varios factores. Por un lado, las expectativas de los participantes en el mercado de que los tipos de interés a corto plazo de la zona del euro se mantendrían en los reducidos niveles actuales durante más tiempo de lo previsto ejercieron presiones a la baja (véase gráfico 11). Por otro lado, la publicación de datos macroeconómicos que respaldaban, en general, las perspectivas de recuperación sostenida de la economía de la zona del euro generó presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública de la zona.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, descendió alrededor de 5 puntos básicos entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004. La tasa de inflación implícita a diez años, calculada a partir de la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados, ambos a diez años, disminuyó también en torno a 5 puntos básicos durante el mismo período. La incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, se mantuvo estable en enero, en un nivel próximo a la media registrada desde enero de 1999.

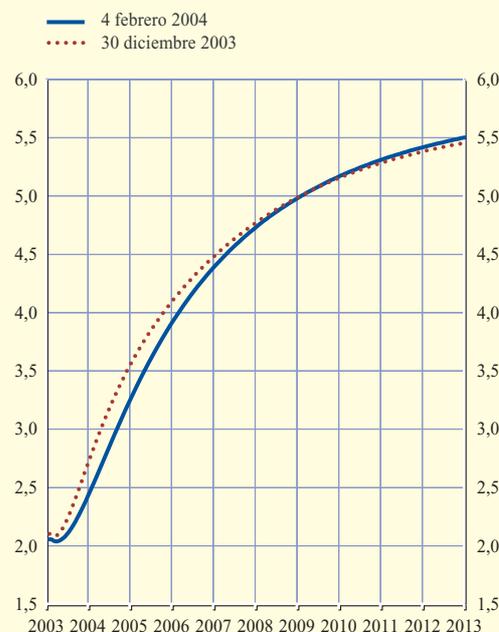
## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS

En el período comprendido entre junio y noviembre del 2003, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM apenas experimentaron variaciones, al tiempo que la evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados por este sector fue contradictoria.

En noviembre del 2003, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo de las IFM prácticamente no registraron cambios, al igual que en los cuatro meses anteriores, tras el descenso observado en la primera mitad del 2003 (véase gráfico 12). En general, entre enero y noviembre del 2003, los tipos de interés de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (esto es, disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses) y los de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras descendieron más de 30 puntos básicos, al tiempo que el tipo de los depósitos a corto plazo de los hogares (es decir, con vencimiento igual o inferior a un año) cayó 70 puntos básicos. En el citado período, los tipos de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras (préstamos por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo o con período inicial de fijación igual o inferior a un año) y los de los descubiertos en cuenta de los hogares disminuyeron 65 y 25 puntos básicos, respectivamente. En comparación, el tipo de interés de mercado a tres meses se redujo 65 puntos básicos, aproximadamente, entre enero y noviembre del 2003.

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

(en porcentaje; datos diarios)

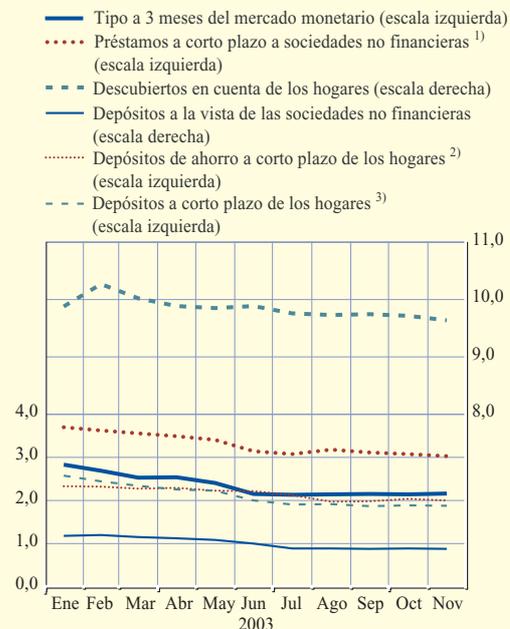


Fuente: Estimación del BCE.

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.

**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)

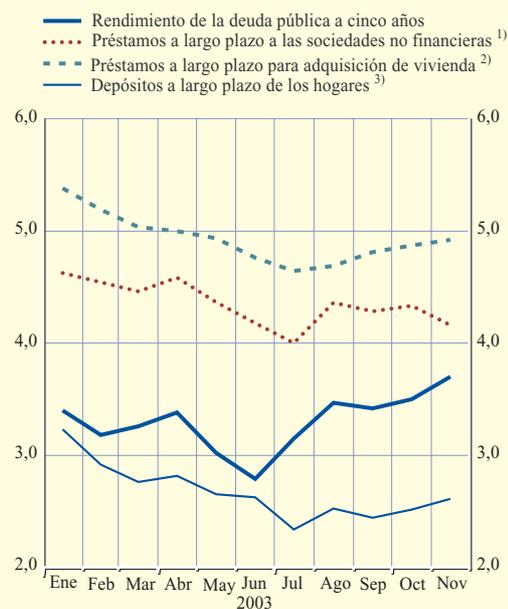


Fuente: BCE.

- 1) Incluyen los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación de tipo o con un período inicial de fijación inferior o igual a un año.
- 2) Incluyen los depósitos de los hogares disponibles con preaviso igual o inferior a 3 meses.
- 3) Incluyen los depósitos de los hogares a plazo inferior o igual a un año.

**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.

1) Incluyen los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años.

2) Incluyen los préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de 5 años y hasta 10 años.

3) Incluyen los depósitos de los hogares a más de 2 años.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones fue contradictoria en noviembre del 2003 (véase gráfico 13). Por lo que respecta a los hogares, los tipos de los depósitos a largo plazo y los de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda se elevaron en noviembre, si bien el tipo de interés de los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras descendió. La trayectoria de la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo también fue variada entre junio y noviembre del 2003, período en el que, en comparación, el rendimiento de la deuda pública a cinco años se incrementó aproximadamente 90 puntos básicos. Durante el citado período, los tipos de interés de los depósitos de los hogares y los de los préstamos a las sociedades no financieras, ambos a largo plazo, apenas experimentaron cambios. En cambio, en ese mismo período, el tipo de interés de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda (es decir, con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) aumentó en torno a 15 puntos básicos.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*En la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles siguieron subiendo en enero del 2004, reflejando, en parte, nuevos indicios de mejora de la rentabilidad empresarial. La incertidumbre de los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, permaneció estable durante este período.*

## ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron en torno a un 1% entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004 (véase gráfico 14). En cierta medida, este aumento reflejó, en general, la publicación de resultados empresariales mejores de lo previsto para el cuarto trimestre del 2003. Además, las cotizaciones bursátiles parecieron beneficiarse de una nueva disminución de la incertidumbre de los mercados de valores y, posiblemente, también de un menor grado de aversión al riesgo por parte de los inversores. Ello puede deducirse, entre otros factores, del hecho de que las cotizaciones del sector tecnológico, consideradas, en general, como las inversiones más arriesgadas, fueron las que más contribuyeron a la elevación del índice general. La incertidumbre de los mercados de valores, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, se mantuvo estable en enero y comienzos de febrero (véase gráfico 15), sensiblemente por debajo de su media desde 1999.

Gráfico 14: Índices bursátiles

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

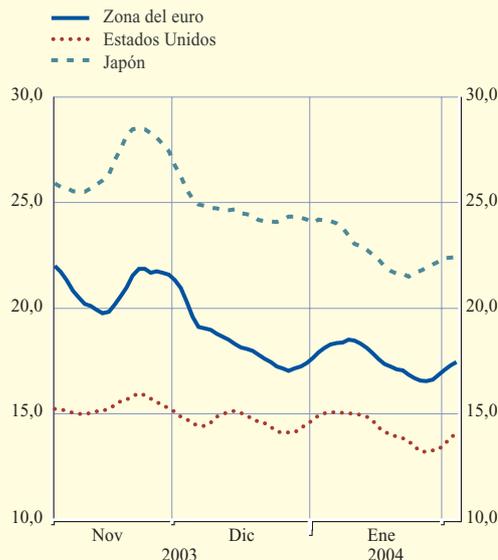


Fuente: Reuters

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 período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades 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.

## JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles perdieron un 2% entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, en un entorno bastante volátil. La mayor parte de las oscilaciones que experimentaron las cotizaciones bursátiles japonesas en el transcurso del mes parecieron estar relacionadas con las fluctuaciones del tipo de cambio del yen, en particular frente al dólar. En este contexto, las percepciones de los participantes en el mercado sobre las perspectivas de beneficios de determinados sectores, especialmente el de las exportaciones, parecieron cambiar continuamente. La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, una medida de la incertidumbre del mercado de valores japonés, descendió ligeramente entre finales de diciembre del 2003 y principios de febrero del 2004 (véase gráfico 15), permaneciendo en 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, ganaron cerca de un 2% entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004. Esta evolución puede ser consecuencia, en parte, de la continua mejora que mostraron en enero los beneficios observados y esperados a corto plazo de las empresas incluidas en el índice. La volatilidad implícita de los mercados de valores, una medida de la incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, no experimentó variaciones entre finales de diciembre del 2003 y el 4 de febrero de 2004, tras alcanzar, a finales de enero, los niveles más bajos registrados desde la introducción del euro en enero de 1999 (véase gráfico 15). Por sectores, la mayor contribución a las recientes subidas de las cotizaciones bursátiles procedió del sector tecnológico, que pareció beneficiarse de un aumento de la atracción por el riesgo por parte de los inversores internacionales.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Un menor aumento de los precios de los servicios, de los alimentos y de la energía redujo la inflación de la zona del euro al 2% en diciembre del 2003, frente al 2,2% registrado en el mes anterior. Según el avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se mantuvo estable en el 2% en enero del 2004. Además de la remisión de los efectos de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos frescos el pasado verano, parece que parte del descenso observado en la inflación en diciembre del 2003 puede atribuirse a la apreciación del euro. Este último efecto fue más pronunciado en las primeras fases de la cadena de producción, en las que las tasas de crecimiento de los precios industriales fueron relativamente bajas. Los indicadores de costes laborales disponibles confirman que la evolución salarial se ha estabilizado. Si no se producen nuevas perturbaciones, la inflación medida por el IAPC debería descender por debajo del 2% en el transcurso de este año, y permanecer, posteriormente, en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

##### AVANCE DE ENERO DEL 2004

Según el avance de Eurostat, se estima que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro se mantuvo estable en el 2% en enero del 2004 (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía de información detallada, parece que una menor inflación en los precios de la energía (debido, principalmente, a un efecto de base) ha compensado la incidencia al alza sobre los precios derivada de la reforma sanitaria puesta en marcha en Alemania. Esta estimación presenta un grado de incertidumbre mayor de lo normal, ya que no tiene en cuenta las medidas fiscales aplicadas a comienzos de enero del 2004 y la revisión anual de las ponderaciones del IAPC por partidas y países (que se realiza siempre al inicio del año).

##### INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN DICIEMBRE DEL 2003

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro descendió al 2% en diciembre del 2003, desde el 2,2% observado en el mes anterior (véase gráfico 16), como consecuencia, principalmente, de una reducción de las tasas de variación interanuales de los precios de los servicios y de los componentes más volátiles del IAPC (es decir, los precios de los alimentos no elaborados y de la energía). El dato de diciembre fue ligeramente inferior a la estimación preliminar de Eurostat publicada a principios de enero. La tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, disminuyó 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,9% en diciembre. Los datos de diciembre del 2003 suponen, para el conjunto del año 2003, unas tasas medias de variación del IAPC y del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, del 2,1% y el 2%, respectivamente.

**Cuadro 4: Evolución de los precios**

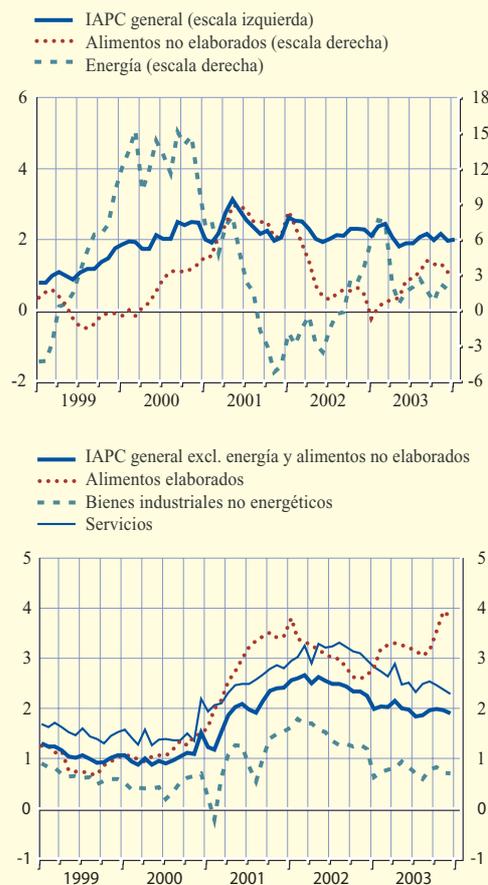
	2002	2003	2003 Ago	2003 Sep	2003 Oct	2003 Nov	2003 Dic	2004 Ene
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	2,0
Energía	-0,6	3,0	2,7	1,6	0,7	2,2	1,8	.
Alimentos no elaborados	3,1	2,2	3,3	4,2	3,9	4,0	3,2	.
Alimentos elaborados	3,1	3,3	3,0	3,2	3,5	3,9	3,8	.
Bienes industriales no energéticos	1,5	0,8	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	.
Servicios	3,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	-0,1	1,6	1,3	1,1	0,9	1,4	1,0	.
Precios del petróleo (euro/barril)	26,5	25,1	26,5	23,9	24,7	24,6	24,0	24,2
Precios de las materias primas no energéticas	-0,9	-4,5	-5,2	-4,7	-3,7	0,2	-0,2	5,1

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

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

**Gráfico 16: Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Las tasas de variación interanuales de los componentes más volátiles del IAPC disminuyeron en diciembre del 2003, en comparación con el mes precedente. La inflación en los precios de la energía descendió 0,4 puntos porcentuales, situándose en el 1,8%, como resultado, fundamentalmente, de un efecto de base, pero también de la apreciación del euro frente al dólar. Además, siguieron remitiendo los efectos de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos el pasado verano, lo que se tradujo en una reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, desde el 4% de noviembre al 3,2% de diciembre del 2003.

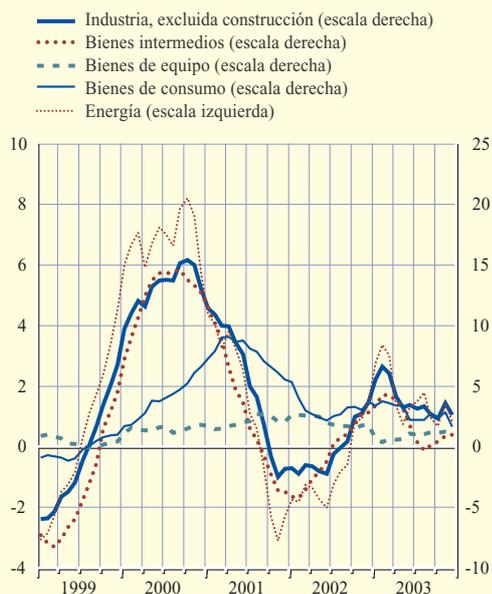
El descenso de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, registrado en diciembre del 2003 fue originado por la reducción de las tasas de variación interanuales de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en noviembre y diciembre del 2003. Desde octubre del 2003, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios ha descendido 0,2 puntos porcentuales, como consecuencia, básicamente, de un menor aumento de los precios de las vacaciones organizadas, del alojamiento y del transporte. A pesar del muy marcado e irregular perfil estacional de estos componentes, el menor aumento de los precios de las vacaciones organizadas y del transporte puede estar relacionado, en parte, con la incidencia favorable de la apreciación del euro. De una forma más general, pese a las presiones al alza sobre los precios de los alimentos elaborados, ejercidas por la elevación de los impuestos sobre el tabaco, las variaciones a corto plazo (calculadas a partir de las variaciones sobre tres meses, con datos desestacionalizados) del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, tienden a atenuarse.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción permanecieron relativamente moderadas a lo largo del año pasado (véase gráfico 17). Entre noviembre y diciembre del 2003, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, descendió del 1,4% al 1%, como resultado, principalmente, de los precios energéticos. La reducción de la tasa de variación interanual del componente energético, que pasó del 3,6% de noviembre al 2,1% de diciembre del 2003, se debió, en gran medida, a un efecto de base, pero reflejó también el descenso de los precios del petróleo en euros. En los sectores de bienes de consumo, la tasa de variación interanual de los precios industriales disminuyó desde el 1,1% registrado en noviembre al 0,7% observado en diciembre del 2003. Esta moderación refleja, enteramente, la evolución de los precios de los bienes

**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; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

de consumo no duradero, determinada, a su vez, por la reducción de los precios de los alimentos, en conjunción con un efecto de base. Por su parte, las tasas de variación interanuales de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de equipo permanecieron sin cambios. En el conjunto del año 2003, los precios industriales ascendieron, en promedio, un 1,6%, tras haber descendido un 0,1% en el 2002. Los precios de la energía fueron los que más contribuyeron al aumento de la inflación en los precios industriales. Así pues, el incremento medio del IPRI, excluida la energía, sólo se elevó 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,8%, en el 2003.

En enero del 2004, 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 elevarse, señalando el mayor aumento de precios de los consumos intermedios desde abril del 2003. En opinión de los encuestados, este comportamiento se debió, fundamentalmente, al aumento de los precios de las materias primas, como consecuencia de un nuevo incremento de la demanda. Sin embargo, si bien los precios de las materias primas en dólares han mostrado una tendencia al alza en los mercados internacionales en los últimos meses, la apreciación del euro está atenuando sus efectos sobre los precios internos.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos disponibles sobre la mayor parte de los indicadores de costes laborales relativos al tercer trimestre del 2003 siguen sustentando la valoración de que el crecimiento salarial se ha ido estabilizando desde el inicio del 2002 (véase gráfico 18). Las tasas de variación interanuales de la remuneración por asalariado, de los costes laborales totales por hora de las empresas del sector no agrario y de las ganancias brutas mensuales descendieron en la zona del euro, en comparación con el segundo trimestre, aunque el indicador de salarios negociados experimentó un ligero aumento (véase cuadro 5). Una

**Cuadro 5: Evolución de los precios**

	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	3,2	2,9
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	2,6
<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.

comparación a más largo plazo, entre las tasas medias de crecimiento de los tres primeros trimestres del 2003 y las del año 2002, confirma también la estabilización de la evolución salarial.

Como consecuencia del mayor crecimiento de la productividad y de la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado registrados entre el segundo y el tercer trimestres del 2003, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios disminuyó, lo que representa la primera desaceleración observada de los costes laborales unitarios desde finales del 2002, cuando comenzó su aceleración a raíz de la contracción cíclica del crecimiento de la productividad. Pese a esta desaceleración, el crecimiento de los costes laborales unitarios es todavía relativamente alto, en comparación con su media desde mediados de la década de los noventa.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A la luz de esta evolución y siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones que afecten a los precios, se espera que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro descienda por debajo del 2% en el transcurso del 2004, y permanezca, posteriormente, en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Sin embargo, la evolución a corto plazo está sujeta a una considerable incertidumbre, relacionada, en parte, con el impacto que las medidas fiscales previstas para comienzos del 2004 podrán tener sobre los precios. En un plazo algo más largo, las presiones inflacionistas deberían ser limitadas. Esta valoración se basa en el supuesto de que prevalezca la moderación salarial y de que la contención de los precios de importación se traslade a los precios de consumo.

La información más reciente sobre las expectativas de inflación de otras instituciones parece respaldar la opinión de que las presiones sobre los precios disminuirán en los dos próximos años. En efecto, los participantes en la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE), realizada en enero de este año, estiman que la inflación medida por el IAPC será del 1,8% en el 2004 y del 1,7% en el 2005 (véase recuadro 3). Por su parte, las previsiones publicadas en enero por *Consensus Economics* y el Barómetro de la Zona del Euro sitúan la inflación de la zona del euro en el 1,7% tanto en el 2004 como en el 2005.

## Recuadro 3

**EXPECTATIVAS DEL SECTOR PRIVADO RESPECTO A LA INFLACIÓN Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DE LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS DE LA ENCUESTA A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL PRIMER TRIMESTRE DEL 2004 Y OTROS INDICADORES DISPONIBLES**

Este recuadro presenta los resultados de la vigésima segunda encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 21 y el 28 de enero de 2004. En esa encuesta se recogen las expectativas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, la actividad económica y el desempleo de la zona del euro. Es importante tener en cuenta que, dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la encuesta EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos. Siempre que sea posible, los datos de la EPE se comparan con otros indicadores disponibles de las expectativas del sector privado para los mismos horizontes temporales<sup>1</sup>.

**Expectativas de inflación para los años 2004 y 2005**

Los encuestados han revisado al alza sus expectativas respecto a la inflación medida por el IAPC en el 2004, situándola en el 1,8%, 0,2 puntos porcentuales por encima de las previsiones recogidas en la anterior encuesta EPE IV 2003. Las expectativas respecto a la inflación medida por el IAPC en el 2005 se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, en relación con la encuesta precedente, situándose ahora en el 1,7%. Pese a la apreciación del euro, la revisión al alza para el 2004 se atribuye, principalmente, a variaciones de los impuestos indirectos y los precios administrados, que la encuesta anterior recogía, en su mayor parte, sólo como riesgos. Entre los factores determinantes de la evolución de la inflación, los encuestados señalan la apreciación del euro y las reducidas presiones internas, como

**Resultados de las encuestas EPE I 2004, EPE IV 2003 y Consensus Economics (enero 2004)**

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	Dic 2004	2004	Dic 2005	2005	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE I 2004	1,7	1,8	1,8	1,7	1,9
Encuesta EPE anterior (IV 2003)	-	1,6	-	1,8	1,9
Consensus (enero 2004)	-	1,7	-	1,7	1,8
Crecimiento del PIB real	2004 III	2004	2005 III	2005	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE I 2004	2,0	1,8	2,3	2,2	2,3
Encuesta EPE anterior (IV 2003)	-	1,7	-	2,3	2,4
Consensus (enero 2004)	-	1,8	-	2,1	2,1
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	Nov 2004	2004	Nov 2005	2005	A largo plazo <sup>2)</sup>
Encuesta EPE I 2004	8,7	8,8	8,4	8,5	7,4
Encuesta EPE anterior (IV 2003)	-	8,9	-	8,5	7,4

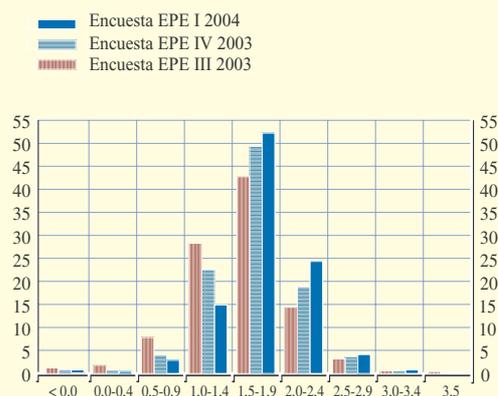
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo se refieren al año 2008. Las previsiones de Consensus Economics se refieren al período 2009-2013 (datos publicados en la encuesta de Consensus Economics de octubre del 2003).

1 Estos horizontes son los correspondientes a los años naturales 2004 y 2005 y al año 2008 para las expectativas a cinco años vista. Además, los encuestados deben indicar sus expectativas para dos «horizontes cambiantes». Estos horizontes cambiantes se fijan en uno y dos años a partir del último período para el que se dispone de datos publicados de cada una de las variables, en el momento de realizarse la encuesta. En la encuesta EPE I 2004, los horizontes cambiantes fueron diciembre del 2004 y del 2005, para la tasa de inflación medida por el IAPC; el tercer trimestre del 2004 y del 2005, para la tasa de crecimiento del PIB real; y noviembre del 2004 y del 2005, para la tasa de desempleo de la zona del euro. Estos horizontes ayudan a determinar algunos patrones dinámicos que son difíciles de detectar a partir de las medias previstas para los años naturales.

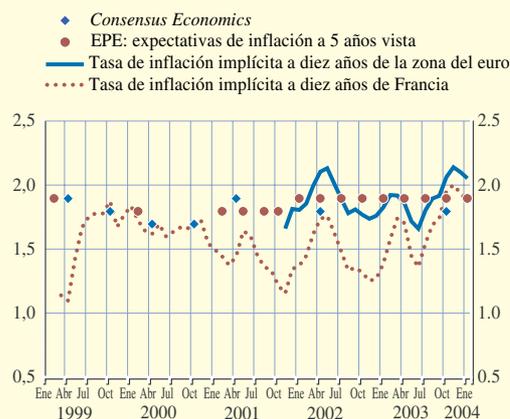
**Gráfico A: Distribución de probabilidad para la inflación media en el 2004 en las tres últimas encuestas EPE**

(en porcentaje)



**Gráfico B: Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo**

(tasas medias de variación interanuales)



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

principales causas de presiones a la baja sobre los precios, y las medidas oficiales (a través de los impuestos indirectos o de los precios administrados) y el comportamiento de los precios de las materias primas, como fuentes de presiones al alza. En conjunto, las expectativas recogidas en la encuesta están, en general, en línea con las cifras que presentan en enero del 2004 tanto *Consensus Economics* (véase el cuadro a continuación) como el Barómetro de la Zona del Euro (el 1,7% para el 2004 y 2005).

El cuestionario de la encuesta EPE solicita también que se asigne una probabilidad a los resultados que corresponden a determinados intervalos. La distribución de probabilidad resultante de la agregación de las respuestas ayuda a valorar cómo los encuestados calibran, en promedio, el riesgo de que la cifra observada se sitúe por encima o por debajo del intervalo de valores más probable. El gráfico A muestra las distribuciones de probabilidad agregadas relativas a la inflación media interanual medida por el IAPC prevista para el 2004 en las tres últimas encuestas. Aunque los valores permanecen concentrados en torno al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% atribuido a la inflación medida por el IAPC esperada en el 2004, en la última encuesta se observa un nuevo desplazamiento hacia la derecha, reflejo de un aumento de la tasa media esperada, impulsado por la incorporación gradual de las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados previstas por los encuestados.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) de los encuestados siguen situándose en el 1,9%, con lo que se han venido manteniendo en el mismo nivel en nueve encuestas EPE consecutivas (véase gráfico B). Esta previsión se corresponde, en general, con otros indicadores disponibles de expectativas de inflación a largo plazo. En octubre del 2003, el Barómetro de la Zona del Euro situaba la tasa media de inflación en el 1,9% para el año 2007, y *Consensus Economics* recogía una

previsión del 1,8% para el período 2009-2013. Además, en los mercados financieros se ha producido una ligera inversión del aumento registrado en el segundo semestre del 2003 en las tasas de inflación implícita a diez años, obtenidas de los bonos franceses indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco<sup>2</sup>. No obstante, cabe observar que estas tasas de inflación implícita no son una medida directa de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado, puesto que su cálculo se ve afectado por varias primas de riesgo, incluidas las relativas a la incertidumbre de la inflación y a la liquidez. Así, aunque la tasa de variación implícita ha registrado algunas variaciones, las expectativas de inflación a largo plazo recogidas en la encuesta no han experimentado cambios. Sin embargo, se ha producido un ligero desplazamiento al alza de la distribución de probabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta EPE IV 2003, que se ha invertido en la presente encuesta<sup>3</sup>. Esta evolución se corresponde con la de la tasa de variación implícita.

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

En relación con la encuesta anterior, las expectativas de crecimiento del PIB en el 2004 se han revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 1,8%, y las relativas al 2005 se han revisado levemente a la baja, también en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,2%. Por lo que se refiere a las respuestas cualitativas de los encuestados, pese a la pasada evolución del tipo de cambio, se espera para el 2004 un repunte de la actividad general, impulsado, en gran medida, por la recuperación de la economía mundial, y origen, a su vez, de una reactivación de la demanda interna. Las previsiones de la encuesta para el 2004 y 2005 son similares a las publicadas en enero por *Consensus Economics* y el Barómetro de la Zona del Euro, que sitúan, en ambos casos, el crecimiento del PIB en el 1,8% y el 2,1% en el 2004 y 2005, respectivamente. Por último, la tasa de crecimiento a largo plazo, a cinco años vista (es decir, en el 2008), se sitúa en el 2,3%, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la encuesta precedente.

En comparación con la encuesta anterior se produce una ligera revisión a la baja de la tasa de desempleo de la zona del euro, que se sitúa en el 8,8% en el 2004. Esta revisión es consecuencia de un aumento del desempleo menor de lo previsto durante la última desaceleración, y de la ligera revisión al alza de las expectativas de crecimiento del PIB. Sin embargo, no se espera que la recuperación prevista para el 2004 sea lo suficientemente significativa como para potenciar una mejora apreciable de la tasa de desempleo de la zona del euro hasta el 2005, año en el que se prevé que esta tasa descienda al 8,5%. El optimismo de los encuestados en torno a la evolución a largo plazo, que se traduce en una disminución de la tasa de desempleo hasta el 7,4% en el 2008, está expresamente relacionado con la aplicación de nuevas reformas del mercado de trabajo.

2 La tasa de inflación implícita representa el promedio de las expectativas de inflación durante el plazo del bono indicado y no es una estimación puntual correspondiente a un determinado año (como es el caso de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta). Para una descripción más detallada del concepto de tasa de inflación implícita, véase el recuadro titulado «Obtención de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro a partir de los bonos indicados con la inflación emitidos por el Tesoro francés» en el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2002.

3 Se pueden obtener datos más detallados de la encuesta en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int/stats/spf/spf.html>).

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se elevó en el tercer trimestre del 2003, debido al aumento especialmente intenso registrado en el total de exportaciones. El incremento fue prácticamente generalizado en la industria y en los servicios. Los datos procedentes de las encuestas para enero del 2004 apuntan a un crecimiento económico continuado en torno a finales de año. El indicador del gasto de los hogares sigue proporcionando señales contradictorias en relación con el crecimiento del consumo privado, mientras la tasa de paro se ha estabilizado. La recuperación gradual debería continuar en el futuro próximo, basada en las exportaciones y en la demanda interna.

### 4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

#### PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

Los datos correspondientes al PIB real de la zona del euro para el tercer trimestre del 2003 confirman la opinión de que la recuperación se inició en el segundo semestre del 2003. Según la segunda estimación de las cuentas nacionales, el crecimiento del PIB real de la zona del euro fue de 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del 2003 (véase gráfico 19).

El incremento del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre oculta la evolución opuesta seguida por los componentes individuales del gasto. Si bien la demanda exterior neta contribuyó de manera especialmente intensa al crecimiento del PIB, la contribución de la demanda interna fue negativa. La aportación de la demanda exterior neta, de 0,8 puntos porcentuales, se debió tanto al fuerte repunte de las exportaciones como al nuevo descenso de las importaciones. El vigoroso crecimiento de las exportaciones fue consecuencia de la recuperación de los mercados de exportación de la zona del euro, mientras que la reducción de las importaciones tuvo su origen en la debilidad de la demanda interna de la zona del euro. La contribución negativa de la demanda interna se debió, principalmente, al importante impacto negativo de la variación de existencias, lo que posiblemente fue resultado de la anulación de los efectos de la reposición de existencias observada en el primer semestre del 2003. Por el contrario, la contribución de la demanda interna (excluidas las existencias) al crecimiento del PIB fue ligeramente positiva, debido a los aumentos experimentados en el consumo privado y público y al descenso de la formación de capital fijo.

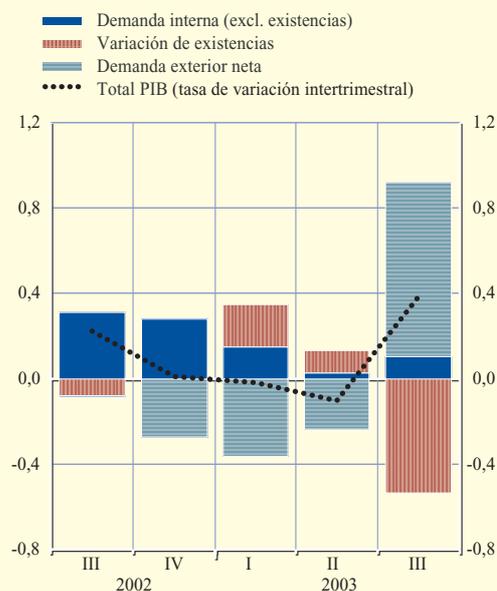
#### PRODUCCIÓN SECTORAL Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El crecimiento fue generalizado en todas las ramas de actividad en el tercer trimestre del 2003. En términos de valor añadido real, la industria y los servicios crecieron, respectivamente, en ese trimestre un 0,5% y un 0,4%, en tasa intertrimestral.

Los últimos datos sugieren que, en el cuarto trimestre, la producción industrial (excluida la construcción) siguió siendo sólida, aunque su crecimiento intermensual, tras el vigoroso aumento de octubre, fue nulo en noviembre, debido a la considerable contracción registrada de la producción de energía. Las otras ramas de actividad mos-

**Gráfico 19: Contribuciones al crecimiento del PIB real**

(contribuciones en puntos porcentuales; datos trimestrales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

traron tasas de crecimiento positivas. Si excluimos la energía y la construcción, la producción industrial aumentó muy fuertemente, un 0,6%, en noviembre. Además, incluyendo las cifras de noviembre, los datos sobre nuevos pedidos son coherentes con una nueva recuperación de la producción industrial en el cuarto trimestre.

Desde una perspectiva ligeramente a más largo plazo, la evolución de la producción industrial siguió mejorando. En los últimos meses, los bienes intermedios y los bienes de equipo realizaron contribuciones positivas al crecimiento de la producción industrial (excluidas la construcción y la energía) (véase gráfico 20).

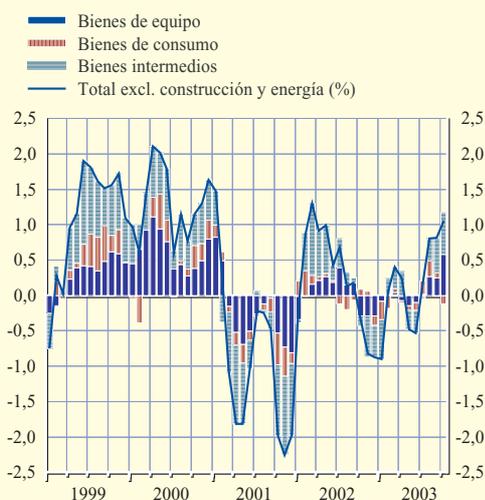
Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva de las manufacturas disminuyó en enero del 2004, en comparación con el nivel registrado tres meses antes. Sin embargo, los resultados de enero no son plenamente comparable con datos previos, debido a cambios en la cobertura de los países. La cifra de enero se refiere a la zona del euro, excluida Francia, pues la modificación de los cuestionarios de la encuesta francesa dio lugar a una ruptura estructural significativa en los resultados de este país. Así pues, la evolución reciente de este indicador ha de interpretarse con especial cautela. Si se tiene en cuenta la exclusión de Francia, es probable que la utilización de la capacidad productiva no descienda en enero del 2004.

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

Los indicadores procedentes de las encuestas disponibles hasta enero del 2004 apuntan a un crecimiento continuado en las manufacturas y en los servicios. Por lo que se refiere a las manufacturas, el índice de confianza industrial de la Comisión Europea aumentó en enero, invirtiéndose en parte el descenso

**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.

registrado en diciembre del 2003. A excepción de diciembre, la confianza industrial ha mejorado de forma continuada desde mediados del 2003, alcanzando ahora el nivel correspondiente a su media a largo plazo. Sin embargo, si se mide en términos de las variaciones con respecto a tres meses antes, las mejoras resultan algo menores a lo largo del cuarto trimestre (véase gráfico 21). El aumento de la confianza industrial observado en enero fue consecuencia de un incremento significativo de las expectativas de producción, mientras que la valoración de la cartera de pedidos y de las existencias se mantuvo sin cambios. En cuanto a las principales ramas de actividad, la mejora de la confianza industrial tuvo su origen en un crecimiento de los bienes intermedios y, sobre todo, de los bienes de equipo. Por el contrario, la confianza de los bienes de consumo se mantuvo estabilizada.

El índice de directores de compras para las manufacturas también siguió aumentando en enero. Sin embargo, al igual que en diciembre, este incremento fue relativamente reducido. Con todo, la evolución general del índice de directores de compras en los últimos meses aún parece prácticamente comparable con la observada en recuperaciones anteriores. La elevación del índice en enero fue generalizada en todos sus componentes. Se produjeron ligeras mejoras en los índices para el producto, los nuevos pedidos, las existencias de productos adquiridos y el plazo de entrega de los proveedores, mientras que el índice para el empleo se mantuvo sin cambios.

En cuanto a los servicios, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea registró un deterioro en enero. El nivel del indicador sigue manteniéndose actualmente bastante por debajo de máximos anteriores. Sin embargo, en vista de los aumentos relativamente intensos observados en los nueve últimos meses, el reciente descenso no altera el panorama de recuperación en los servicios. Si se analizan los componentes individuales, la valoración del clima empresarial y, en particular, de la demanda en los últimos meses contribuyó a este descenso, mientras que las expectativas de demanda mejoraron. El índice de actividad industrial de la encuesta a los directores de compras se incrementó en enero del 2004, tras haber disminuido en diciembre del 2003. Todos los componentes de la encuesta, salvo el índice de empleo mejoraron en enero. En general, desde la primavera del 2003, se han producido mejoras significativas en el índice de actividad industrial de los servicios.

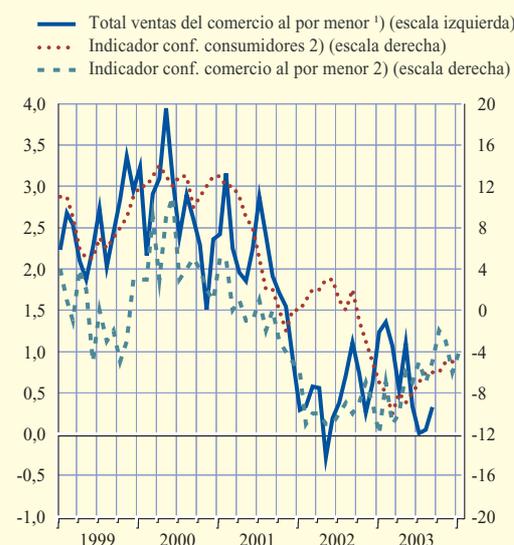
#### INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los indicadores a corto plazo sugieren que en el cuarto trimestre del 2003 se mantuvo la debilidad del consumo privado. Además, los indicadores de confianza de enero del 2004 siguen presentando señales contradictorias con respecto a la evolución del consumo privado (véase gráfico 22).

Las ventas del comercio al por menor se elevaron en octubre, en tasa intermensual, pero los datos

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

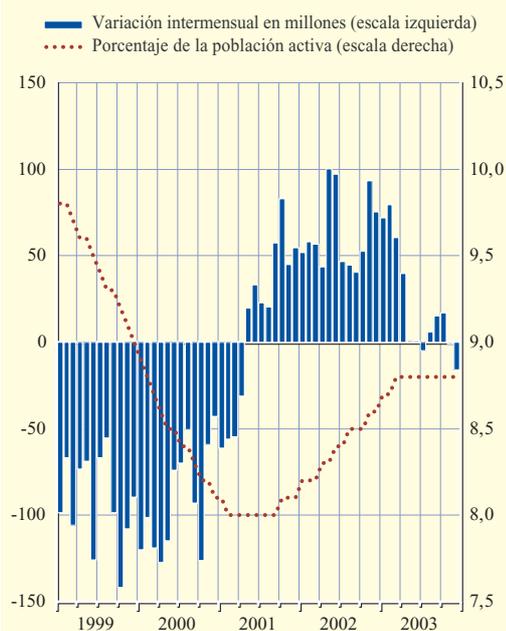
(datos mensuales)



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. Para el indicador de confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro para enero del 2004 no incluyen Francia, debido a que se han introducido modificaciones en los cuestionarios de las encuestas francesas. Así pues, los resultados no son plenamente comparables con resultados anteriores.

Gráfico 23: Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

nacionales disponibles no apuntan a un aumento de éstas en el cuarto trimestre en su conjunto. Además, las matriculaciones de automóviles descendieron en el cuarto trimestre, lo que indica su efecto moderador sobre el crecimiento del consumo privado en ese período.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea no experimentó cambios en enero. Sin embargo, los resultados de la encuesta de opinión de los consumidores de enero, al igual que los de la utilización de la capacidad productiva mencionados anteriormente, no son totalmente comparables con resultados anteriores. Debido a cambios en la encuesta de opinión de los consumidores de Francia, que ocasionó una ruptura estructural significativa en los resultados, el agregado de la zona del euro de enero no incluye Francia. Si se tiene esto en cuenta, la confianza de los consumidores puede haber empeorado ligeramente. La confianza del comercio al por menor, que no se ha visto afectada por este factor, mejoró en enero. El aumento de enero contrarrestó, en parte, el descenso de meses anteriores. En general, la confianza del comercio al por menor parece haber continuado su tendencia, volátil, pero al alza observada desde el inicio del 2003.

El incremento registrado en enero del 2004 se debió a una importante mejora de la percepción sobre la evolución futura de los negocios, mientras que la valoración de la situación actual y de las existencias se mantuvo sin cambios.

## 4.2 MERCADO DE TRABAJO

### DESEMPLEO

En el mes de diciembre siguieron sin observarse señales claras de mejora en los mercados de trabajo. La tasa de paro normalizada de diciembre fue del 8,8%, sin cambios desde marzo del 2003 (véase gráfico 23). La tasa de paro tampoco ha registrado cambios en lo que se refiere a la composición por sexo. En términos de la composición por grupos de edad, la tasa de desempleo del colectivo de menos de 25 años disminuyó ligeramente en diciembre, situándose en el 16,6%, mientras que se mantuvo sin cambios para el colectivo de más de 25 años. La cifra desestacionalizada de parados, en términos intermensuales, se redujo aproximadamente en 15.000 personas en el mes de diciembre, pero se incrementó en unas 270.000 personas frente a diciembre del 2002.

### EMPLEO

El crecimiento del empleo fue nulo en el tercer trimestre del 2003, lo que implica que el nivel de empleo se ha estabilizado prácticamente desde mediados del 2002 (véase cuadro 6). Sin embargo, su evolución difirió de un sector a otro. El empleo siguió contrayéndose en la industria en el tercer trimestre del 2003, a una tasa intertrimestral del 0,6%, y, en particular, en la construcción, mientras que creció en los servicios a una tasa del 0,2%.

**Cuadro 6: Indicadores de costes laborales**

	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	-0,3
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	-0,5	-0,5
Construcción	0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,4	-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, datos nacionales y cálculos del BCE.

A pesar de alguna leve mejora, los datos procedentes de las encuestas continúan indicando que, posiblemente, la evolución del mercado de trabajo siga siendo moderada. En cuanto a las manufacturas, tanto el indicador de expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea como el indicador de empleo del índice de directores de compras han mejorado ligeramente desde mediados del 2003, aunque se mantienen en niveles relativamente reducidos. El indicador de empleo del índice de directores de compras de enero del 2004 aún distaba de alcanzar el umbral de 50, que indica un crecimiento nulo del empleo. En los servicios, el indicador de expectativas de empleo de la Comisión Europea y el indicador de empleo del índice de directores de compras también han aumentado moderadamente desde mediados del año 2003 e incluso han disminuido algo últimamente.

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos e indicadores procedentes de las encuestas coinciden en la existencia de un crecimiento continuado en torno a finales de año. Por ejemplo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea muestran una mejora generalizada en la valoración tanto de la situación económica actual como de la esperada (véase recuadro 4 sobre la valoración de la situación económica actual y esperada según las encuestas de opinión de la Comisión Europea).

De cara al futuro, y debido a la fuerte demanda exterior, se espera que las exportaciones mantengan su crecimiento, pese al descenso registrado en la competencia relativa en términos de precios de la zona del euro, consecuencia de la apreciación del euro. También se espera que se recupere la demanda interna, que hasta ahora ha sido moderada. El crecimiento de la inversión debería beneficiarse del reducido nivel de los tipos de interés, de las favorables condiciones de financiación y de la mejora del entorno económico mundial. Además, los esfuerzos de reestructuración en curso en la industria con el fin de aumentar la productividad y la rentabilidad deberían contribuir a la recuperación de la inversión. Asimismo, se espera que el aumento de la renta real disponible, debido a los favorables efectos de la relación de intercambio, respalden el crecimiento del consumo privado. Parece que las previsiones de que se dispone confirman esta perspectiva, pues todas sugieren que a lo largo del año se producirá una recuperación gradual, que tendrá continuidad (véase recuadro 3 sobre los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al primer trimestre del 2004).

Recuadro 4

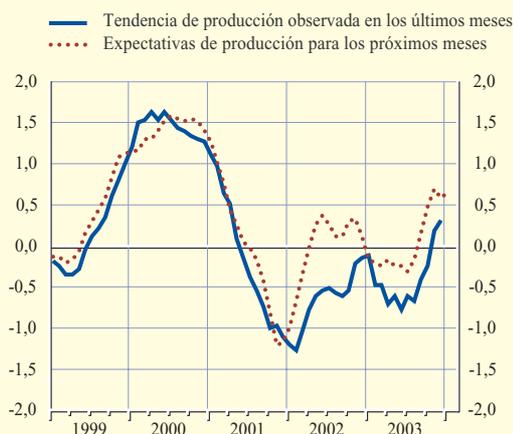
**LA VALORACIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL Y ESPERADA SEGÚN LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA**

Las encuestas de opinión, como las realizadas mensualmente por la Comisión Europea, son excelentes indicadores para el análisis de las variables económicas fundamentales<sup>1</sup>. Por ejemplo, los indicadores de confianza industrial guardan una estrecha relación con la producción industrial; y el indicador de confianza de los consumidores proporciona información acerca de la evolución del consumo privado. Asimismo, en las encuestas se recoge información que permite evaluar el comportamiento presente y futuro de las manufacturas, así como la situación actual y futura de la economía según los consumidores. Es posible obtener información de utilidad para el seguimiento de la evolución económica cuando la valoración de la evolución actual y futura tanto en las manufacturas como por parte de los consumidores muestra discrepancias significativas,

Las discrepancias entre los indicadores relacionadas con la evolución actual y la situación futura pueden analizarse utilizando diversas medidas. En este recuadro se examinan dos medidas en concreto. En primer lugar, al emplear como referencia la correlación cruzada histórica entre estos dos indicadores, pueden identificarse las discrepancias en periodos específicos. En el caso de las manufacturas, las expectativas de producción suelen adelantar en un mes la valoración de las tendencias de la producción actual. En el caso de los consumidores, las expectativas relativas a la situación económica futura adelantan aproximadamente en dos meses la valoración de la situación económica actual. En segundo lugar, las discrepancias pueden también identificarse comparando la diferencia entre los dos indicadores con la diferencia media.

**Gráfico A: Producción actual y esperada en las manufacturas**

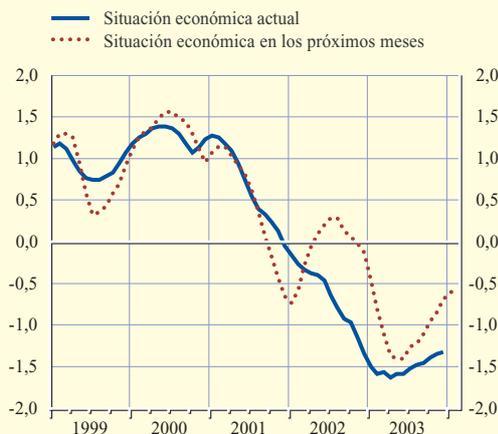
(saldos netos; medias móviles de tres meses; series normalizadas)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: Reflejando el adelanto medio, las expectativas se adelantan en un mes.

**Gráfico B: Situación económica actual y futura según los consumidores**

(saldos netos; medias móviles de tres meses; series normalizadas)



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: Reflejando el adelanto medio, las expectativas se adelantan en dos meses.

<sup>1</sup> Para una presentación detallada de las distintas maneras en que las encuestas de opinión disponibles para la zona del euro pueden utilizarse para el análisis económico, véase el artículo «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», publicado en el Boletín Mensual de enero del 2004.

En este sentido, merece la pena mencionar que a finales del 2001 y principios del 2002 los indicadores de la evolución actual y futura tanto en las manufacturas como en los consumidores mostraban señales contradictorias. Efectivamente, una rápida mejora de las expectativas en ambos sectores no se vio reflejada en la valoración de la situación actual, lo que, finalmente se tradujo en una corrección de las expectativas a la baja (véanse gráficos A y B). Una pauta similar puede observarse también en las encuestas a los servicios y al comercio al por menor.

Más concretamente, en las manufacturas, las expectativas de producción comenzaron a mejorar sustancialmente en noviembre del 2001, aunque la valoración de la producción actual siguió deteriorándose y sólo inició la recuperación cuatro meses más tarde, en marzo del 2002. Si se compara con las pautas observadas en períodos previos, se observa una diferencia significativa entre las dos series durante la mayor parte del 2002. En el caso de los hogares, si bien las expectativas relativas a la situación económica mejoraron de forma acusada entre diciembre del 2001 y mayo del 2002, la valoración de la situación económica actual siguió empeorando a lo largo de este período. Conforme a esta evolución, la diferencia entre las dos series se incrementó notablemente entre julio del 2002 y enero del 2003, cerrándose posteriormente debido sólo a una reducción significativa de la valoración de las expectativas.

La evolución reciente indica que, en estos momentos, la situación difiere bastante de la del período 2001-2002. En lo que se refiere a las manufacturas, la diferencia actual es menor que la observada en el período correspondiente a 2001-2002; y lo que es más importante, las expectativas de producción y la evolución actual se están moviendo a la par, con el desfase habitual. De hecho, ambas series comenzaron a mostrar cierta mejora en julio del 2003, aunque ésta fue más marcada en el caso de las expectativas. En cuanto a la opinión de los consumidores, la evolución reciente indica que la valoración tanto de la situación económica actual como de la situación futura está moviéndose conjuntamente al alza, aunque con menos rapidez que en recuperaciones anteriores. Además, si bien las expectativas están mejorando considerablemente más que la valoración de la situación económica actual, no hay una diferencia significativa entre las dos series.

En general, los resultados de las encuestas de opinión en el año 2003 parecen reflejar una opinión más equilibrada en relación con la valoración de la evolución actual y futura que en el período 2001-2002, lo que cabría interpretar como una señal positiva respecto a las perspectivas tanto de las manufacturas como del consumo.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras la sostenida apreciación registrada en noviembre y diciembre del 2003, el euro se depreció en términos efectivos nominales durante el mes de enero y comienzos de febrero del 2004. La depreciación del euro en dicho período fue particularmente pronunciada frente a la libra esterlina y al yen japonés, mientras que sólo se debilitó de forma leve frente al dólar estadounidense.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

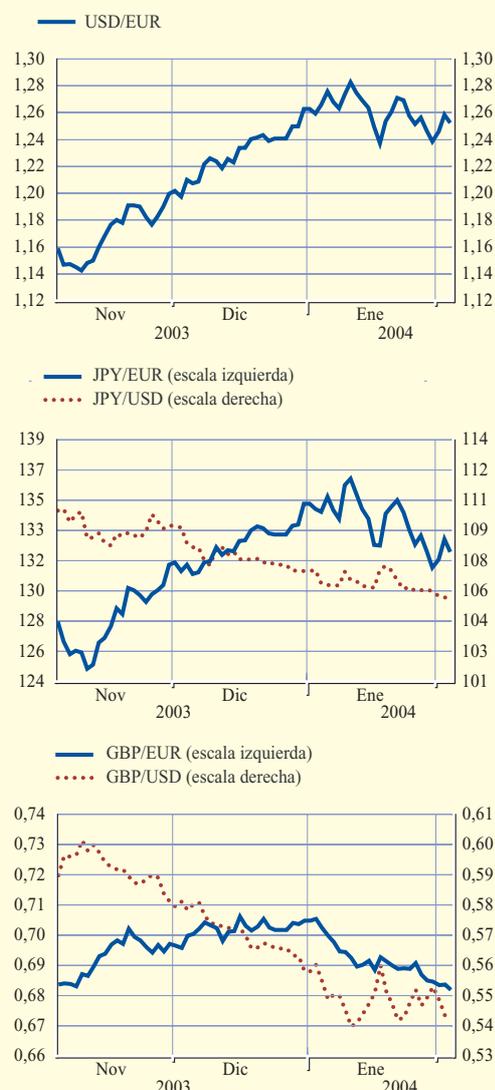
Tras apreciarse ligeramente a inicios de enero del 2004, el euro se debilitó con posterioridad frente al dólar estadounidense a medida que transcurría el mes (véase gráfico 24). Las evidencias adicionales ofrecidas por la publicación de diversos indicadores de confianza y de otros procedentes de encuestas apuntalaron las favorables perspectivas económicas existentes en Estados Unidos e impulsaron la evolución del dólar frente al euro. Asimismo, los participantes en el mercado parecieron haber concedido cierta importancia a la disminución del déficit comercial estadounidense en noviembre, en combinación con unas fuertes entradas netas de inversiones de cartera durante ese mismo mes. Hacia el final del período de referencia, el dólar recibió un nuevo impulso procedente de la valoración más positiva existente en los mercados acerca de las perspectivas económicas de Estados Unidos a raíz de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, celebrada el 28 de enero. No obstante, este factor positivo se vio parcialmente contrarrestado, con posterioridad, por la publicación de la cifra de crecimiento del PIB de ese país durante el cuarto trimestre del 2003, que, aun siendo favorable, resultó inferior a la esperada. Con todo, el 4 de febrero, el euro cotizaba a 1,25 dólares, menos de un 1% por debajo del nivel registrado a finales de diciembre y un 10,7% por encima de la media del año 2003.

#### YEN JAPONÉS/EURO

El euro se depreció frente al yen japonés en enero y comienzos de febrero (véase gráfico 24). El yen japonés también se apreció frente al dólar estadounidense, en respuesta, básicamente, a una mejora generalizada de las perspectivas económicas de Japón, en combinación con un intenso crecimiento de sus exportaciones. No obstante, las presiones alcistas sobre el yen se vieron compensadas, en parte, por las intervenciones llevadas a cabo por las autoridades japonesas a fin de contener la apreciación

Gráfico 24: Evolución de los tipos de cambio

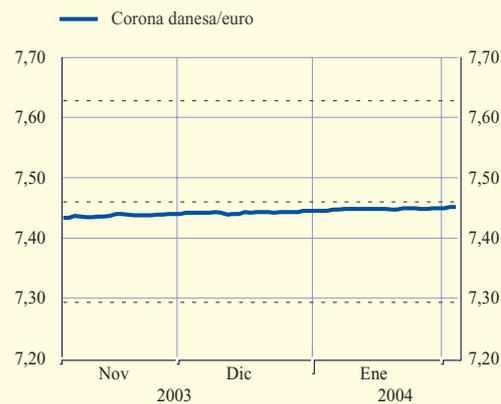
(datos diarios; 3 Nov 2003 a 4 Feb 2004)



Fuente: BCE.

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

(datos diarios; 3 Nov 2003 a 4 Feb 2004)



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).

de la divisa nipona frente a la moneda estadounidense. Por otro lado, las expectativas existentes en el mercado con respecto a nuevas intervenciones parecen haberse fortalecido tras la decisión del Banco de Japón, adoptada el 20 de enero, de relajar las condiciones de liquidez mediante la elevación de su objetivo para los saldos bancarios en cuentas corrientes del banco emisor. El Banco de Japón señaló que esta medida iba dirigida a reafirmar la orientación de su política monetaria a fin de erradicar la deflación y garantizar una continua recuperación económica. El 4 de febrero, el euro cotizaba a 132,04 yenes, un 2,2% por debajo del nivel registrado a finales de diciembre y casi un 1% por encima de la media del año 2003.

#### LIBRA ESTERLINA/EURO

El euro también se depreció frente a la libra esterlina en el mes de enero y a comienzos de febrero (véase gráfico 24). La fuerte apreciación de la libra estuvo relacionada, principalmente, con la publicación de datos favorables e indicativos de un sólido crecimiento económico en el Reino Unido. El 4 de febrero, el euro cotizaba a 0,68 libras esterlinas, un 3,2% menos que a finales de diciembre y un 1,5% por debajo de la media del año 2003.

#### OTRAS MONEDAS EUROPEAS

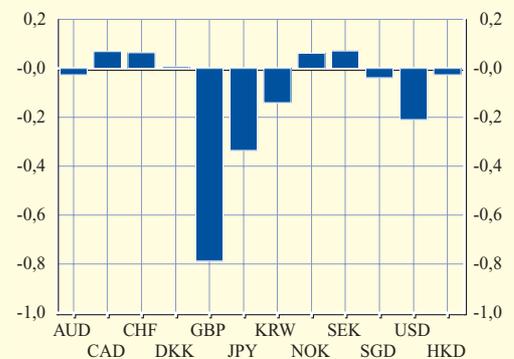
Dentro del MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho, próximo a su paridad central (véase gráfico 25). En cuanto a otras monedas europeas, en el transcurso de enero y a comienzos de febrero, el euro se apreció sustancialmente frente a la corona noruega y a una escala más moderada frente al franco suizo y a la corona sueca.

**Gráfico 26: El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios; 3 Nov 2003 a 4 Feb 2004)



**Contribución a las variaciones de los TCE 2)**  
31 Dic 2003 a 4 Feb 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.

### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El tipo de cambio nominal efectivo del euro, medido frente a las divisas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, se situó, el 4 de febrero, un 1,3% por debajo de su nivel a finales de diciembre y un 4% por encima de su nivel medio del año 2003 (véase gráfico 26). El debilitamiento del euro en términos efectivos obedeció, fundamentalmente, a su depreciación frente a la libra esterlina y al yen japonés.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

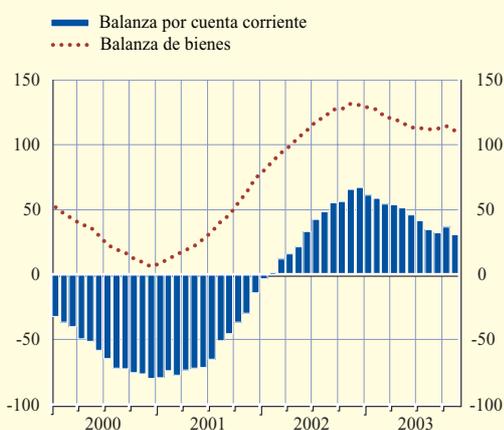
*El intenso crecimiento de las exportaciones de bienes registrado durante los meses precedentes no tuvo continuidad en noviembre, al tiempo que aumentaron las importaciones de bienes. Ambos hechos contribuyeron a una reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada en dicho mes. La evolución hasta noviembre de las medias móviles de tres meses indica un pequeño aumento de las exportaciones de la zona del euro, en consonancia con la mejora experimentada por el entorno exterior de la zona y con un incremento de la cartera de pedidos destinados a la exportación. Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes de la zona del euro comenzó a estabilizarse a partir del tercer trimestre del 2003, tras haber disminuido durante el primer semestre del año. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera se situó próximo al equilibrio en el mes de noviembre.*

### CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro registró un superávit de 1,7 mm de euros en noviembre del 2003 (correspondiente a un superávit de 4,4 mm de euros en términos no desestacionalizados). Estas cifras son reflejo de los superávit que arrojaron tanto la balanza de bienes como la de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficit observados en las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. Durante el mes de noviembre, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se redujo en 6,3 mm de euros, en comparación con los datos revisados de

**Gráfico 27: Balanza por cuenta corriente y balanza de bienes de la zona del euro**

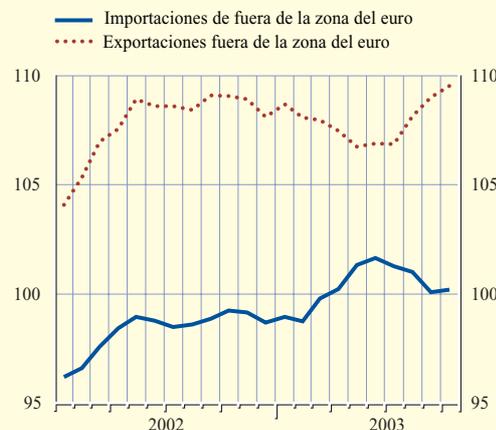
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados; saldos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

**Gráfico 28: Comercio fuera de la zona del euro en términos reales<sup>1)</sup>**

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



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 octubre del 2003.

**Gráfico 29: Flujos de inversiones directas y de cartera netas**

(mm de euros; datos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

octubre del 2003. Esta disminución fue resultado, básicamente, de un descenso de los superávits de las balanzas de bienes (por importe de 3,2 mm de euros) y de servicios (por importe de 1,9 mm de euros), combinado con un aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes (por importe de 4,2 mm de euros). La reducción del déficit de la balanza de rentas por importe de 3 mm de euros sólo compensó parcialmente la citada evolución de las restantes balanzas.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro presentó una evolución a la baja en el primer semestre del 2003, antes de estabilizarse (véase gráfico 27). Esta pauta de comportamiento ha obedecido, principalmente, a las variaciones registradas en el superávit de la balanza de bienes. En el tercer trimestre del 2003, el superávit de la balanza de bienes aumentó debido

tanto a un incremento de las exportaciones como a una disminución de las importaciones. Las exportaciones de bienes parecen haber mantenido esa tendencia creciente hasta octubre, antes de descender en noviembre. No obstante, esta última caída de las exportaciones debería interpretarse con cierta cautela, dada la volatilidad de las cifras mensuales. De la utilización de las medias móviles de tres meses se desprende un pequeño aumento de las exportaciones de la zona del euro (véanse gráficos C29 y C30 en el cuadro 7.1 de la sección «Estadísticas de la zona del euro»), en consonancia con la mejora registrada en el entorno exterior del euro y con el incremento de la cartera de pedidos destinados a la exportación.

La desagregación de los flujos comerciales en términos nominales y reales, basados en las estadísticas de comercio exterior disponibles hasta octubre del 2003, permite analizar desde una mejor perspectiva la evolución reciente del superávit de la balanza de bienes. En dicho período, las variaciones observadas en las exportaciones y las importaciones en términos nominales se debieron, en gran medida, a variaciones de esas magnitudes en términos reales, dado que ni los precios de exportación ni los de importación arrojaron cambios significativos. En el tercer trimestre, en particular, las exportaciones en términos reales crecieron casi un 2% (en tasa intertrimestral), en contraste con los descensos registrados a lo largo de los tres trimestres precedentes (véase gráfico 28). El aumento de la demanda exterior durante este período parece ser uno de los principales factores explicativos de la recuperación de las cifras de exportaciones en términos reales. El origen de la demanda exterior se situó, básicamente, en Asia, excluido Japón, en consonancia con las fuertes tasas de crecimiento observadas en esta región, así como en los países de Europa central y oriental. Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones a Estados Unidos mantuvo una senda moderada en el tercer trimestre del pasado año. En ese mismo trimestre, las importaciones en términos reales procedentes de fuera de la zona del euro disminuyeron casi un 1,5%. Una posible explicación de esta reducción estriba en la caída de la demanda interna en la zona del euro durante dicho período, especialmente de las rúbricas más intensivas en importaciones, tales como la inversión y las existencias.

En conjunto, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro hasta noviembre del 2003 se situó en torno a 35 mm de euros por debajo del nivel alcanzado en noviembre del 2002 (véase gráfico 27), como reflejo, fundamentalmente, de la disminución del superávit de la balanza de bienes y del incremento del déficit de la balanza de rentas. El descenso de las exportaciones de bienes en términos nominales (por importe de 23,4 mm de euros) es el principal factor

explicativo de la caída observada en el superávit acumulado de doce meses de la balanza de bienes. Esta evolución a la baja parece haber obedecido tanto a la debilidad de la demanda exterior durante el primer semestre del 2003 como a los efectos de la apreciación del euro. El fortalecimiento de la moneda única también ofrece una explicación parcial de la reducción de los ingresos registrada en la balanza de rentas, y del aumento asociado del déficit en dicha balanza, durante el mismo período. Ello se debe al hecho de que las rentas recibidas en moneda extranjera procedentes del resto del mundo tienen un menor valor al ser expresadas en euros.

### CUENTA FINANCIERA

Dentro de la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera se situó próximo al equilibrio en noviembre del 2003, contabilizando unas entradas netas por importe de 2,2 mm de euros. Esta cifra reflejó, principalmente, las entradas netas de inversiones directas (6,5 mm de euros), ya que las entradas netas en la rúbrica de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones (8,8 mm de euros) se vieron compensadas con creces por las salidas netas que arrojó la rúbrica de inversiones de cartera en valores distintos de acciones (13,1 mm de euros).

En noviembre, la evolución observada en las inversiones netas directas se debió, en buena medida, a las inversiones realizadas por no residentes en acciones y participaciones de capital de la zona del euro, al tiempo que los residentes en la zona del euro llevaban a cabo desinversiones en el exterior.

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, las expectativas existentes en el mercado acerca de una apreciación adicional del euro podrían haber estado relacionadas con las entradas netas contabilizadas durante el mes de noviembre en la rúbrica de acciones y participaciones. Por el contrario, parece que las salidas netas desde la zona del euro que arrojó la rúbrica de valores distintos de acciones no quedan plenamente explicadas por las consideraciones de los inversores sobre sus rendimientos.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los flujos acumulados de doce meses hasta noviembre del 2003 muestran que el agregado de inversiones directas y de cartera ha alcanzado una posición básicamente equilibrada (véase gráfico 29). Las salidas netas acumuladas ascendieron a 2,4 mm de euros, en comparación con las entradas netas acumuladas de 58,5 mm de euros registradas un año antes. Esta evolución a la baja se ha debido a las menores entradas netas de inversiones de cartera, derivadas, en particular, de un aumento de las inversiones realizadas en el extranjero por los residentes en la zona del euro materializadas en valores distintos de acciones y, en menor medida, en acciones y participaciones. Por lo que se refiere a los flujos acumulados de doce meses de las operaciones transfronterizas de cartera con acciones y participaciones, cabe señalar que en la evolución de ambas vertientes de esta rúbrica —activos y pasivos— se ha observado una estabilización general tras el segundo trimestre del 2003.

## ARTÍCULOS

### LAS ECONOMÍAS DE LOS PAÍSES ADHERENTES EN EL UMBRAL DE LA UE

*El 1 de mayo de 2004, diez países de Europa central y oriental y del Mediterráneo se incorporarán a la Unión Europea (UE). En función del número de países que se unen, esta ampliación es la mayor de la historia de la UE. También resulta notable por el hecho de que la mayoría de los futuros Estados miembros se han visto inmersos en un proceso de transición desde una economía planificada a una economía de mercado que ha dado lugar a modificaciones institucionales y estructurales de gran calado en dichos países. Los nuevos Estados miembros participarán en la Unión Económica y Monetaria (UEM) acogidos a una excepción. Esto significa que, si bien no se incorporarán todavía al euro, se comprometerán a adoptar la moneda única en una fase posterior, una vez cumplidos los criterios de convergencia establecidos en el Tratado.*

*Este artículo evalúa algunas de las características macroeconómicas y estructurales básicas de estos países adherentes, al hallarse ya en el umbral de su incorporación a la UE. Se presentan algunos de los principales indicadores económicos y se revisa su evolución económica reciente, para pasar posteriormente a un análisis algo más pormenorizado de una serie de indicadores que clarifiquen sus relaciones económicas con la actual Unión Europea de quince Estados miembros.*

#### INTRODUCCIÓN

La Unión Europea está a punto de embarcarse en la mayor ampliación de su historia, en términos tanto del número de nuevos países como de su diversidad. Está previsto que diez países de Europa central y oriental y del Mediterráneo (Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia) accedan a la UE el 1 de mayo de 2004. El alcance de la ampliación se define principalmente en función del elevado número de países que se adherirán. A su vez, el aumento de la diversidad en términos económicos se deriva básicamente del hecho de que la totalidad de los futuros Estados miembros, a excepción de los dos países mediterráneos, se han visto inmersos durante los últimos quince años en un proceso de transición que les ha llevado desde una economía planificada hacia una economía de mercado. Durante este proceso, estas economías han establecido nuevos marcos institucionales y jurídicos, han abierto sus economías al comercio internacional y a los flujos de capital y han reorganizado sus estructuras productivas. Como parte de este mismo proceso, los sectores bancarios se consolidaron y se establecieron mercados financieros. Como resultado, los países adherentes han reorientado su comercio exterior básicamente hacia los países de la UE y han comenzado a recibir fuertes flujos de entrada de inversiones directas extranjeras (IDE). En vísperas de su acceso a la UE, los países adherentes han alcanzado una etapa avanzada dentro de este pro-

ceso de transición. La perspectiva de ampliación de la UE ofrece una buena ocasión para revisar la evolución reciente de estas economías, así como sus principales características.

#### I HECHOS Y DATOS BÁSICOS

En conjunto, los diez países adherentes cuentan con una población de 75 millones de personas, en torno a una quinta parte de la población de la actual UE. Existen grandes diferencias entre los distintos países en función del tamaño de su población: Polonia contabiliza alrededor de la mitad de la población de todos los países adherentes, seguido de Hungría y de la República Checa, que cuentan con unos diez millones de habitantes cada uno. Los restantes países tienen poblaciones en torno a cinco millones o menos, mientras que en los dos países mediterráneos viven menos de un millón de personas. Así pues, la mayor parte de los nuevos Estados miembros son relativamente pequeños, en comparación con los países que actualmente conforman la UE.

El peso económico relativo de los futuros países miembros en el PIB de la Unión Europea ampliada de 25 Estados miembros (UE-25) será mucho menor que su participación en la población, situándose por debajo del 5%. El PIB total a precios de mercado corrientes en estos países alcanza unos 440 mm de euros, en comparación con los 9.200 mm de euros de la actual Unión de 15 países (UE-15). Esta asimetría es el resultado de la bre-



**Cuadro 1: Población y PIB nominal de los países adherentes (2002)**

Población (millones)		PIB nominal (mm de euros)	
1. Polonia	38,6	1. Polonia	200
2. República Checa	10,2	2. República Checa	78
3. Hungría	10,2	3. Hungría	69
4. Eslovaquia	5,4	4. Eslovaquia	25
5. Lituania	3,5	5. Eslovenia	23
6. Letonia	2,3	6. Lituania	15
7. Eslovenia	2,0	7. Chipre	11
8. Estonia	1,4	8. Letonia	9
9. Chipre	0,7	9. Estonia	7
10. Malta	0,4	10. Malta	4
PA-10	74,7	PA-10	441
UE-15	381,7	UE-15	9.170
PA-10/UE-15 (%)	20%	PA-10/UE-15 (%)	5%

Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

cha existente, aún relativamente amplia, entre los actuales y los nuevos Estados miembros de la UE, en términos de niveles de renta per cápita (los diferenciales de renta per cápita y sus consecuencias sobre la dinámica del crecimiento se analizan con mayor detalle en la sección 3).

## 2 EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA RECIENTE

Durante los últimos años, la evolución macroeconómica en los países adherentes ha sido favorable, en líneas generales, y el año 2003 no ha sido una excepción. Considerados en su conjunto, estos países han registrado una sólida tasa de crecimiento económico, a pesar del difícil entorno internacional, al tiempo que conseguían mantener la inflación a raya. Así pues, han logrado avances tanto en el proceso de desarrollo económico como en el de desinflación, es decir, en términos de convergencia real y también nominal. Las dos principales debilidades en el momento actual tienen que ver con sus déficit presupuestarios y de balanza por cuenta corriente, que se han mantenido a niveles elevados o han crecido en algunos países.

Un análisis más pormenorizado de la evolución macroeconómica permite comprobar que en los últimos años ha tenido lugar un significativo proceso de desinflación en la mayoría de los países adherentes. La media ponderada de las tasas de inflación medidas por el IAPC, en el conjunto de estos países, se redujo hasta el 2% en el año 2003,

desde el 2,7% observado en el 2002 y el 5,7% registrado en el 2001 (véase cuadro 2). Aun así, este proceso de desinflación ha sido heterogéneo a lo largo del tiempo y en los distintos países. Además, si bien las reducidas tasas de inflación que actualmente se registran en el conjunto de la región se han visto claramente favorecidas por la adopción de marcos de política económica centrados en la lucha contra la inflación, existen otros factores, como la evolución de los precios de los alimentos, de los tipos de cambio y de la actividad económica, que también han ejercido influencia y que podrían tener un carácter meramente transitorio.

Alrededor de la mitad de los países adherentes registraron en el 2003 tasas de inflación inferiores a la media de la UE e incluso en algunos de ellos se han observado recientemente tasas de inflación cercanas a cero o negativas (en concreto, en la República Checa, Lituania y Polonia). Por otra parte, varios países registran aún tasas de inflación relativamente altas. En Hungría, Eslovaquia y Eslovenia, los incrementos de precios se situaron en el 2003 dentro de un rango comprendido entre el 4,7% y el 8,8%. En Eslovaquia, por ejemplo, los ajustes introducidos en una serie de precios regulados provocaron un aumento de la inflación medida por el índice general de precios, en torno a cinco puntos porcentuales durante el pasado año. En líneas generales, es probable que los avances en el proceso de liberalización de precios hasta alcanzar niveles compatibles con una economía de mercado continúen introduciendo presiones alcistas

Cuadro 2: Indicadores macroeconómicos de los países adherentes

	Inflación IAPC (tasa de variación interanual)			PIB real (tasa de variación interanual)			Saldo de las AAPP (en porcentaje del PIB)			Saldo por cuenta corriente (en porcentaje del PIB)		
	2001	2002	2003 <sup>e</sup>	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003 <sup>1)</sup>
Chipre	2,0	2,8	4,0	4,0	2,0	2,0	-3,0	-3,5	-5,4	-4,3	-5,3	-4,4
República Checa	4,5	1,4	-0,1	3,1	2,0	2,2	-5,0	-6,7	-7,6	-5,4	-6,0	-6,6
Estonia	5,6	3,6	1,4	6,5	6,0	4,4	0,2	1,3	0,4	-6,0	-12,2	-15,2
Hungría	9,1	5,2	4,7	3,8	3,5	2,9	-4,1	-9,2	-4,8	-3,4	-4,0	-6,2
Letonia	2,5	2,0	2,9	7,9	6,1	6,0	-1,6	-3,0	-2,9	-9,6	-7,6	-8,6
Lituania	1,3	0,4	-1,0	6,5	6,8	6,6	-1,9	-1,7	-2,4	-4,8	-5,3	-5,7
Malta <sup>2)</sup>	2,9	2,2	1,6	-1,2	1,7	0,8	-7,0	-6,2	-7,4	-4,4	-1,3	-6,6
Polonia	5,3	1,9	0,7	1,0	1,3	3,3	-3,5	-3,8	-4,1	-2,9	-2,6	-2,9
Eslovaquia	7,0	3,3	8,8	3,8	4,4	3,8	-5,4	-7,2	-5,0	-8,4	-8,0	-3,8
Eslovenia	8,6	7,5	5,7	2,9	2,9	2,1	-2,5	-2,4	-2,0	0,2	1,4	0,5
Media ponderada	5,7	2,7	2,0	2,5	2,4	3,1	-3,8	-5,1	-4,7	-3,9	-3,9	-4,4
UE-15	2,2	2,1	2,0	1,7	1,1	0,8	-0,9	-1,9	-2,7	0,3	1,0	0,5

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Programas Económicos de Preadhesión (PEP).

Nota: Los agregados están ponderados por el PIB nominal en el año 2002.

1) Estimado.

2) Para Malta, los datos de inflación se refieren al IPC. El dato del 2002 es la estimación del PEP del año 2003 para Malta.

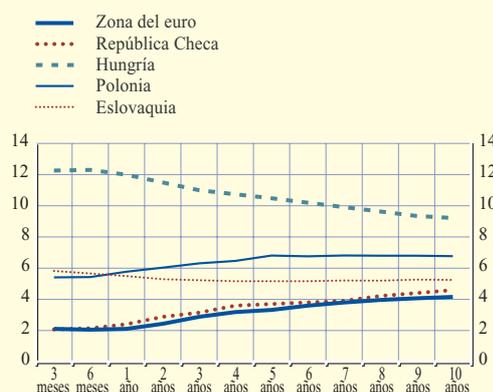
sobre los niveles de precios en algunos países. De manera adicional, la convergencia estructural subyacente de precios resultante de la convergencia de los niveles de renta (el denominado efecto Balassa-Samuelson) seguirá influyendo. En consecuencia, el repunte de las tasas de inflación a medio plazo continúa siendo bastante factible, por lo que en los países adherentes persistirán los desafíos de completar el proceso de desinflación, así como de arraigar un entorno de inflación reducida.

Los tipos de interés objetivo de la política monetaria han disminuido durante los últimos años en consonancia con los progresos realizados en materia de desinflación y con las mejores perspectivas de inflación. Este proceso ha dado lugar a una caída de los tipos de interés a largo plazo en el conjunto de la región. De todos modos, los tipos de interés objetivo aún se encuentran en casi todos los países adherentes por encima de los existentes en la zona del euro. Además, a partir de mediados del año 2003, esta tendencia a la baja de los tipos de interés objetivo se ha visto frenada en buena medida. Incluso en Hungría ha tenido lugar un significativo cambio de tendencia, ya que los tipos objetivo se han elevado sustancialmente desde junio del 2003. Aunque los tipos de interés en

la República Checa se han mantenido muy próximos a los de la zona del euro a lo largo de toda la curva de rendimientos, no ocurre lo mismo en el resto de los países adherentes (véase gráfico 1). En Hungría, y en menor medida en Eslovaquia, la curva de rendimientos se encuentra actualmente invertida, como reflejo de una orientación más restrictiva de la política monetaria en los plazos más cortos

Gráfico 1: Curvas de rendimientos en varios países adherentes en enero 2004

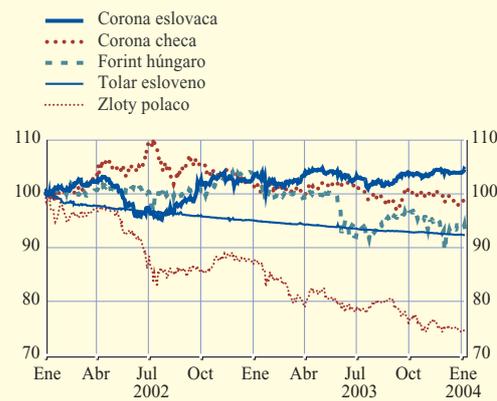
(en porcentaje; plazos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

**Gráfico 2: Tipos de cambio nominales frente al euro**

(movimiento ascendente = apreciación de la moneda nacional; índice: enero 2002 = 100)



Fuente: BCE.

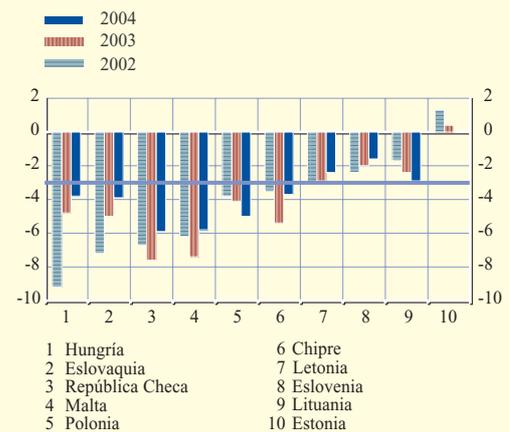
de la curva, combinada con expectativas de una inflación más reducida a más largo plazo.

La evolución de los tipos de cambio de los países de la región ha sido muy diversa. En países con tipos de cambio fijos o con regímenes de flotación muy controlada, los tipos de cambio nominales frente al euro han permanecido estables. Por el contrario, en países con regímenes más flexibles se han observado variaciones significativas de los tipos de cambio. En Polonia, el zloty ha mostrado una considerable volatilidad y se ha depreciado un 14,5% frente al euro en el año 2003. La volatilidad del tipo de cambio también ha aumentado en Hungría, donde el forint ha sufrido presiones durante el 2003, depreciándose un 10% frente al euro. La mayor parte de la reciente depreciación del forint está relacionada, en apariencia, con la preocupación que suscitan las perspectivas de saneamiento presupuestario y de inflación.

En cuanto a la evolución de la producción, el crecimiento del PIB real mantuvo su solidez el pasado año, registrando una tasa estimada del 3,1% en el conjunto de los países adherentes. Esta cifra ilustra un ritmo de expansión relativamente rápido, especialmente a la vista del complicado entorno internacional y del reducido crecimiento de la UE. Cabe destacar que la composición de ese crecimiento se modificó el pasado año en muchos de los países adherentes, al aumentar las contribuciones del consu-

**Gráfico 3: Objetivos presupuestarios y saldos efectivos de las AA PP**

(en porcentaje del PIB)



Nota: Las cifras correspondientes al 2002 son saldos efectivos, las del 2003 y 2004 son objetivos presupuestarios. Clasificación conforme a las cifras del 2002. El objetivo de Estonia en el 2004 es un equilibrio presupuestario. La línea horizontal corresponde al nivel de déficit del 3% del PIB.

Fuente: Programas Económicos de Preadhesión del 2003.

mo privado y del gasto público, al tiempo que se reducían las aportaciones de la formación bruta de capital y, sobre todo, de la demanda exterior neta.

Por lo que respecta a la evolución de la política fiscal, durante los últimos años se han observado debilidades en una serie de países adherentes. Así, se estima que, en el año 2003, el déficit presupuestario total en el conjunto de estos países permaneció básicamente sin cambios, en torno a un 5% del PIB. Por consiguiente, la tendencia al aumento del déficit desde el 3,8% del PIB en el 2001 hasta el 5,1% en el 2002 no ha invertido su signo a pesar de la aceleración de las tasas de crecimiento económico. Además, los actuales déficit presupuestarios parecen ser, fundamentalmente, de naturaleza estructural en la mayor parte de los países adherentes, mientras que la aportación de los estabilizadores automáticos es aparentemente limitada. Así pues, con el fin de estabilizar su situación presupuestaria, será preciso que los países adherentes reformen de nuevo sus estructuras de gasto e ingresos públicos de modo que existan perspectivas de sostenibilidad futura. Los desequilibrios presupuestarios más notables, por países, en el 2003 se registraron en Chipre, la República Checa, Hungría, Malta y Eslovaquia. Se estima que el déficit medio ponderado de las Administra-

Cuadro 3 Deuda de las AAPP en el 2003

(en porcentaje del PIB)

Chipre	60,3
República Checa	30,7
Estonia	5,4
Hungría	57,9
Letonia	16,7
Lituania	23,3
Malta	66,4
Polonia	45,1
Eslovaquia	45,1
Eslovenia	27,4
PA-10	42,4
UE-15	64,1

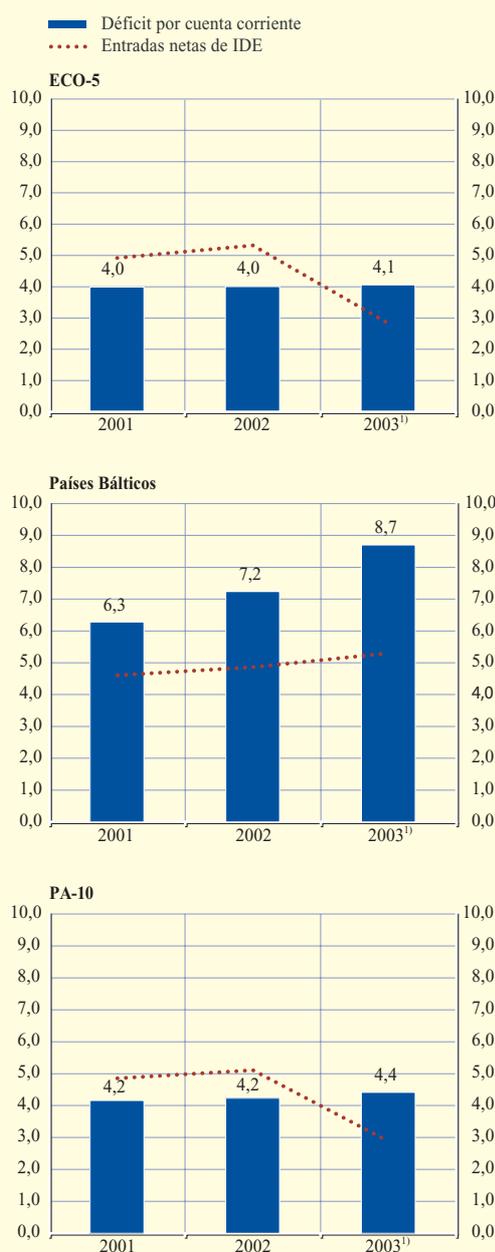
Fuente: Comisión Europea, previsiones de otoño del 2003.

ciones Públicas en este grupo de países alcanzó el 6,6% del PIB. Conforme a los Programas Económicos de Preadhesión (PEP) correspondientes al año 2003, en la mayor parte de los países adherentes se ha relajado también la orientación de las estrategias fiscales a medio plazo con respecto a los planes existentes un año antes, posponiéndose así el necesario saneamiento presupuestario. Como resultado, el nivel de deuda pública es creciente en varios países, si bien su nivel medio en el conjunto de ellos es muy inferior al promedio actual observado en la UE. La ratio de deuda pública con respecto al PIB oscila entre el 5,4% de Estonia y el 66,4% de Malta (véase cuadro 3).

Los déficit de la balanza por cuenta corriente han vuelto a aumentar en el 2003, hasta alcanzar un 4,4% del PIB en el conjunto de los diez países. Estos déficit han sido particularmente elevados en los Países Bálticos, donde se han ampliado hasta situarse próximos al 9% del PIB. Cabe esperar que los países adherentes incurran en déficit por cuenta corriente, dados los mayores rendimientos que allí alcanza la inversión. No obstante, si los déficit por cuenta corriente fuesen tan elevados que indujeran una dinámica desfavorable de la deuda externa, entonces podría peligrar su sostenibilidad a medio y largo plazo. Dadas sus perspectivas de rápido crecimiento, los países adherentes atraen sustanciales flujos de capital. En este contexto, resulta importante recalcar que el grueso de las entradas de capital aún parece seguir guardando relación con las inversiones que fomentan la productividad. Sin embargo, la composición ha

Gráfico 4: Déficit por cuenta corriente y flujos de IDE

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Comisión Europea, Programas Económicos de Preadhesión y FMI.

Nota: Los cinco países de Europa central y oriental (ECO-5): República Checa, Hungría, Polonia, Eslovaquia y Eslovenia; los países bálticos: Estonia, Letonia y Lituania. Cifras ponderadas por el PIB nominal del año 2002.

1) Previsiones.

**Cuadro 4: Tamaño relativo de los sectores económicos y distribución sectorial del empleo (2002)**

	Tamaño (en porcentaje del PIB)			Distribución del empleo (en porcentaje del total)		
	Agricultura	Industria y construcción	Servicios	Agricultura	Industria y construcción	Servicios
Chipre	4,1	20,3	75,6	5,1	23,4	71,4
Rep. Checa	3,2	37,3	59,5	4,8	40,0	55,3
Estonia	5,4	29,3	65,3	6,9	31,2	62,0
Hungría	3,7	30,7	65,6	6,2	34,1	59,7
Letonia	4,7	24,7	70,6	15,1	24,4	60,5
Lituania	7,1	30,5	62,4	17,4	27,4	55,2
Malta	2,8	28,1	69,1	2,0	31,7	66,3
Polonia	3,1	30,3	66,5	26,3	26,2	47,5
Eslovaquia	4,4	31,1	64,5	6,2	38,5	55,3
Eslovenia	3,3	36,0	60,7	11,0	37,0	52,0
<b>PA-10</b>	<b>3,5</b>	<b>31,6</b>	<b>64,9</b>	<b>15,8</b>	<b>31,2</b>	<b>53,0</b>
Grecia	7,0	22,3	70,8	15,3	24,2	60,4
Portugal	3,5	28,0	68,5	12,0	34,0	54,0
España	3,2	28,5	68,2	5,9	29,4	64,7
<b>UE-15</b>	<b>2,0</b>	<b>27,0</b>	<b>71,0</b>	<b>3,9</b>	<b>28,2</b>	<b>67,8</b>

Fuentes: Comisión Europea y Eurostat.

cambiado recientemente, en detrimento de la IDE y en favor de una mayor proporción de entradas de capital generadoras de deuda, incluida la deuda pública. Mientras que la práctica totalidad del déficit por cuenta corriente se cubría en años anteriores mediante entradas de IDE, estos flujos disminuyeron en el 2003, abriéndose una brecha sustancial entre las cifras de IDE y los déficit totales (véase gráfico 4). Esta situación es atribuible, en parte, a la finalización del proceso de privatizaciones y al hecho de que los déficit presupuestarios crecientes han dado lugar a la emisión de más deuda pública que, a su vez, ha sido adquirida en gran medida por inversores extranjeros.

### 3 CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LAS ECONOMÍAS DE LOS PAÍSES ADHERENTES

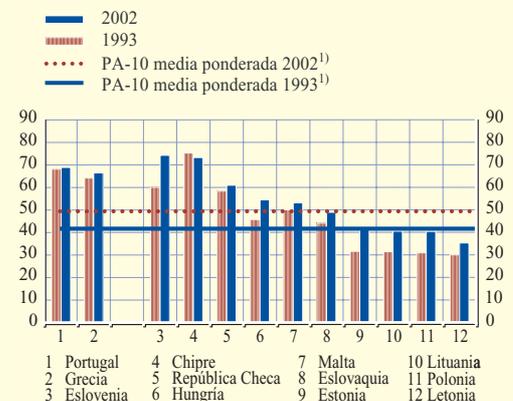
En esta sección se exploran algunas de las principales características estructurales de los países adherentes, al objeto de arrojar nueva luz sobre estas economías en vísperas de su adhesión a la UE. La atención se centrará en las estructuras sectoriales, los aspectos básicos de la dinámica económica, los mercados de productos y de trabajo, los patrones comerciales, la competitividad exterior y el desarrollo del sistema financiero.

### ESTRUCTURAS SECTORIALES BÁSICAS

La transformación económica ha promovido cambios sustanciales en las estructuras de los países adherentes de Europa central y oriental, aproximando sus estructuras sectoriales a las de la UE. El cambio

**Gráfico 5: PIB per cápita en términos de PPA**

(en porcentaje de la media de la UE)



Fuente: Comisión Europea.

1) Ponderada por el PIB nominal del año 2002.

estructural ha sido menos acusado en Chipre y Malta, las dos economías adherentes que no se han visto inmersas en un proceso de transición. En líneas generales, la dimensión económica de los tres sectores básicos –agricultura, industria y servicios– y la distribución del empleo en dichos sectores han convergido de manera gradual hacia los valores promedio existentes en la UE. No obstante, en el año 2002, las participaciones de los sectores agrícola e industrial en el PIB continuaban siendo más elevadas en los países adherentes que en la UE, mientras que el tamaño del sector servicios es algo más reducido (véase cuadro 4). Las diferencias sectoriales en relación con la UE tienden a ser más pronunciadas en términos de la distribución del empleo en los tres sectores básicos. Además, se observan notables diferencias entre los distintos países con respecto a la participación de los sectores en el PIB y a la distribución sectorial del empleo. En concreto, el tamaño del sector agrícola en Letonia y Lituania es sensiblemente mayor que en el promedio de la UE, en términos de su participación tanto en el PIB como en el empleo total. En Polonia, la participación del empleo agrícola en el empleo total supera en más de seis veces el promedio de la UE, mientras que la dimensión económica del sector agrícola es bastante similar, lo que implica una enorme brecha de productividad. Dada la estructura por edades de la población agrícola en los países adherentes, con muchos agricultores próximos a la jubilación, es probable que durante los próximos años tenga lugar una rápida reducción del empleo en los sectores agrícolas de dichos países. El tamaño de los sectores industriales de la República Checa y Eslovenia se sitúa considerablemente por encima del promedio de la UE, mientras que los sectores de servicios aún presentan una dimensión significativamente más reducida.

#### ASPECTOS BÁSICOS DE LA DINÁMICA ECONÓMICA

A lo largo del proceso de transición de la última década y media, el crecimiento económico de la mayoría de los países adherentes ha evolucionado de un modo muy distinto al de la UE. Con posterioridad a las recesiones registradas durante los primeros años noventa, al comienzo de la transformación, las economías de la mayoría de los países adherentes han crecido a un

ritmo más rápido que las economías de la UE. Además, muchos de esos países han experimentado unas fluctuaciones cíclicas más pronunciadas que las registradas en los Estados miembros de la UE y se han visto sometidos a diversas perturbaciones idiosincrásicas, incluidos episodios de estabilización asociados a períodos de crecimiento del PIB lento o negativo (véase recuadro 1).

Los países adherentes registraron una tasa media de crecimiento del PIB de un 3,6% durante el período 1996-2002, frente al 2,3% observado en la UE. La República Checa resulta un caso especial dentro del grupo de los países adherentes, puesto que su PIB real creció sólo un 1,6%, como resultado de la crisis asociada al período de estabilización 1997-1999. Las mayores tasas de crecimiento registradas en los países adherentes obedecen, básicamente, a su mayor estabilidad macroeconómica y, desde mediados hasta finales de los años noventa, también a la corrección de unos niveles de actividad iniciales muy reducidos derivados de la recesión acaecida a comienzos del proceso de transición. Como puede apreciarse en el gráfico 5, los niveles de PIB per cápita, medidos en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), de los países adherentes en su conjunto avanzaron desde un 42% de la media de la UE en 1993 hasta un 49% en el año 2002. Las diferencias de niveles existentes entre los diversos países son considerables, oscilando en el 2002 entre el 35% de Letonia y el 74% de Chipre y Eslovenia. Aunque algunos países no avanzaron hacia las medias de la UE o sólo lo hicieron marginalmente, otros realizaron notables progresos (en particular, Polonia, Lituania, Estonia, Hungría y Eslovenia). Dadas las diferencias existentes entre ellos en cuanto a sus niveles de renta, el cierre de la brecha que les separa de la UE en términos del PIB real per cápita podría llevar aparejado períodos de tiempo sustancialmente distintos para cada país. Asimismo, según confirma la evidencia histórica dentro y fuera de la UE, el éxito de un proceso de convergencia depende de la aplicación de unas políticas económicas sólidas, así como de un conjunto de otros factores que determinan el crecimiento económico. En el supuesto de que el crecimiento del PIB real de la UE se mantenga en torno a su potencial y de que los países adherentes registren diferenciales posi-

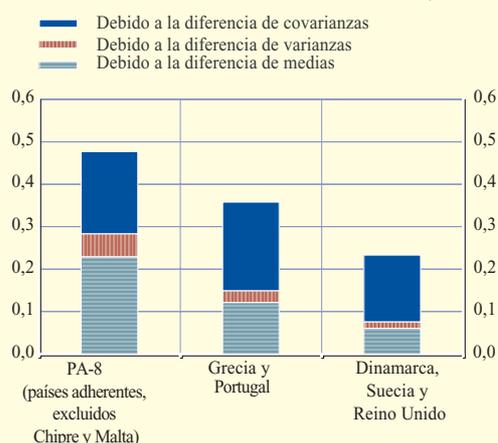
Recuadro I

**EL COEFICIENTE DE DESIGUALDAD DE THEIL PARA MEDIR DIFERENCIAS EN LA DINÁMICA DEL CRECIMIENTO**

Un método adecuado para condensar en un único indicador las diferencias existentes en la dinámica económica consiste en utilizar el coeficiente de desigualdad  $U$  de Theil, avanzado por Henri Theil en 1967. Este coeficiente ha sido muy utilizado en el campo de la economía del bienestar para analizar la distribución de la renta y, más recientemente, también ha sido aplicado en el ámbito de las series temporales. El coeficiente de desigualdad entre dos series temporales se define formalmente como la

**Diferencias en el crecimiento del PIB con respecto a las cinco mayores economías de la zona del euro<sup>1)</sup>**

(Coeficiente de desigualdad de Theil y sus componentes, 1996-2003 II, basado en tasas de crecimiento interanuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

raíz cuadrada de la diferencia cuadrática media de las dos series dividida por la suma de las raíces cuadradas de las medias de los cuadrados de sus valores<sup>1</sup>. Cuando se aplica a la dinámica de crecimiento de los países adherentes, el índice pone de manifiesto que existe un grado significativo de desigualdad entre estos países y los países de la UE, lo que se debe a diferencias en las tasas medias de crecimiento, a fluctuaciones algo más importantes en la producción y a la existencia de mínimos y máximos cíclicos.

El valor del estadístico  $U$  está comprendido entre cero y uno.  $U$  es cero cuando dos series son iguales y cuanto más elevado sea  $U$ , mayor será la desigualdad. El coeficiente puede descomponerse en tres componentes, que indican la contribución relativa de las tres causas concretas a las que se debe la desigualdad total existente entre las dos series. Estas causas son (i) la diferencia entre las medias de las series, (ii) la diferencia entre las respectivas varianzas de las series y (iii) la ausencia de sincronía o covariación entre las series. Esta descomposición es particularmente interesante, ya que muestra cómo la desigualdad de los patrones de crecimiento está relacionada con tres causas diversas, a saber, distintas medias (diferencias en el nivel de crecimiento tendencial), distintas varianzas (diferencias en la volatilidad de la producción) y ausencia de covarianza (asincronía cíclica y dinámica cambiante de la tendencia de crecimiento). El gráfico 6 ilustra las diferencias de la dinámica del crecimiento y sus componentes existentes entre los ocho países adherentes que han acometido procesos de transición (PA-8) y las cinco mayores economías de la zona del euro, con datos trimestrales para el período comprendido entre 1996 y mediados del 2003<sup>2</sup>. El gráfico muestra que, en promedio, la desigualdad fue mayor en el caso de los países adherentes que, por una parte, en el de Grecia y Portugal y, por otra parte, en el de Dinamarca, Suecia y el Reino Unido. Cabe destacar que la desigualdad debida a la diferencia de covarianzas ha sido de magnitud similar en los tres conjuntos de países, mientras que la diferencia de medias ha sido algo más acusada en el caso de los países adherentes que en el de Grecia y Portugal. También existen discrepancias entre los países adherentes y los otros dos grupos de países en términos de diferencia de varianzas, es decir, a la volatilidad de la producción. Además, debe señalarse que ha existido una pronunciada divergencia en cuanto a desigualdad entre los diversos países adherentes.

1 Véase R. Pindyck y D. Rubinfeld (1997), *Econometric models and econometric forecasts*, 4ª edición, pp. 210-211.

2 Véase, asimismo, R. Süppel (2003), "Comparing economic dynamics in the EU and CEE accession countries", ECB Working paper, n.º 267.

tivos de crecimiento frente a la UE de dos puntos porcentuales, los países adherentes más avanzados (Chipre y Eslovenia) podrían alcanzar la media de la UE hacia la mitad de la próxima década. En el caso de la República Checa, la convergencia de renta real tendría lugar en los años veinte del presente siglo, mientras que tendrían que transcurrir tres décadas a partir de ahora para que sucediese lo mismo en Hungría, Malta y Eslovaquia. Por último, los países de menor renta lograrían esa convergencia hacia mediados de siglo. Chipre y Eslovenia ya han conseguido converger a la situación relativa de Portugal y Grecia (los dos países que actualmente cuentan con los menores niveles de renta per cápita de la UE, cercanos al 70% de la renta media), mientras que, con los supuestos realizados, habrían de pasar entre seis y treinta y cinco años para que el resto de los países alcanzasen ese mismo nivel.

La desviación típica media del crecimiento del PIB real fue de 2,4 puntos porcentuales en los países de la Europa central y oriental en el período comprendido entre 1996 y mediados del 2003, muy superior, por tanto, a la registrada en los cinco mayores economías de la zona del euro, donde la desviación osciló entre 1,1 y 1,8 puntos porcentuales. Las desviaciones típicas de los países adherentes se hallan dispersas dentro de un rango amplio. Las cinco economías de Europa central y oriental (ECO-5) registraron, en promedio, una desviación típica mucho menor que los países bálticos, resultado que refleja, en parte, la recesión sufrida tras la crisis rusa de 1998 y la recuperación posterior, si bien podría también estar relacionado con el pequeño tamaño de estos países.

Con todo, cabe concluir que los patrones de crecimiento difieren en cierta medida de los observados en la UE, lo que podría plantear algunas dificultades a las autoridades económicas. Sin embargo, la profundización en la integración comercial, la especialización intrasectorial y la estabilización macroeconómica, de gestionarse adecuadamente, reforzará en los próximos años la sincronía de estas economías con las pertenecientes a la actual UE.

## MERCADOS DE PRODUCTOS Y DE TRABAJO

Las tasas de desempleo son elevadas en el conjunto de los países adherentes (con un promedio del 13,6% para todos ellos en el año 2002). Sin embargo, existen fuertes divergencias entre los distintos países, con tasas de desempleo que oscilan entre el 3,9% de Chipre y el 19,9% de Polonia. La proporción del desempleo total que representa el paro de larga duración (superior a un año) en los países adherentes es importante, por encima del 50%, en promedio, durante el año 2001, y por tanto similar a las observadas en muchos países de la UE (media de la UE en el 2001: 45%). En una serie de países adherentes, el crecimiento económico no ha venido asociado (o sólo lo ha hecho muy recientemente) a una reducción del desempleo. En combinación con la elevada incidencia del paro de larga duración, este hecho sugiere que, en gran medida, el desempleo no es un fenómeno de naturaleza cíclica, sino estructural. Los desajustes en las cualificaciones profesionales y los reducidos niveles de movilidad del factor trabajo de unas regiones a otras constituyen las posibles causas de unas tasas de desempleo persistentemente elevadas. De hecho, es mucho más habitual encontrar regiones con un alto nivel de desempleo en los países adherentes que dentro de la UE.

La tasa de rotación laboral, que mide la movilidad entre empleos y la creación de nuevos puestos de trabajo, se ha reducido sustancialmente en la mayoría de los países adherentes desde los primeros años noventa, cuando alcanzó valores elevados durante las fases iniciales del proceso de transición. En los últimos años, las tasas de rotación laboral en la mayor parte de los países adherentes se han situado en niveles similares a los existentes en la UE. Otros indicadores de flexibilidad del mercado de trabajo, cuando se encuentran disponibles, como la legislación sobre protección del empleo, proporcionan una perspectiva favorable de los países adherentes. En la práctica, puede considerarse que la legislación sobre protección del empleo es menos estricta que en la UE.

El crecimiento de los salarios nominales en los países adherentes se ha moderado en buena medida

a lo largo del proceso de desinflación. Este hecho parece sugerir que, en la mayoría de estos países, la dinámica de los salarios nominales reacciona ante variaciones de las tasas de inflación. La flexibilidad a la baja de los salarios nominales ha sido poco necesaria hasta ahora, debido, por una parte, al proceso de convergencia y, por otra parte, a la inflación media superior a la de la UE registrada hasta períodos recientes. Una excepción a esta regla proviene de la experiencia observada en algunos sectores económicos de los países bálticos, que se vieron particularmente perjudicados por la crisis rusa y donde pudo apreciarse una flexibilidad de los salarios nominales a la baja. Sin embargo, como consecuencia, en parte, de las grandes diferencias salariales existentes entre los sectores privado y público, en algunos países adherentes se han producido recientemente importantes ajustes de carácter puntual en los salarios del sector público, una circunstancia que podría tener efectos de demostración sobre los salarios del sector privado, elevando las demandas salariales en el conjunto de la economía. Asimismo, en ciertos países adherentes podrían desatarse presiones salariales derivadas de la legislación sobre el salario mínimo y de ajustes al alza de los precios regulados. Tal y como se ha observado recientemente en algunos países, un aumento sustancial de los salarios mínimos puede difundirse con facilidad hacia categorías más altas de la escala salarial, elevando así el crecimiento salarial total, con un cierto desfase temporal.

En los países adherentes es habitual que la duración de los contratos que fijan los salarios nominales sea relativamente corta. Los marcos institucionales de fijación de salarios y el papel que desempeñan los sindicatos en la formación de éstos difieren en los distintos países. Cuando la negociación colectiva tiene lugar en los países adherentes, se desarrolla principalmente en el ámbito de cada empresa. Con las excepciones de Eslovaquia y Chipre, donde domina la negociación salarial en el ámbito sectorial, y de Eslovenia, donde la formación de salarios tiene lugar, principalmente, en un marco centralizado, el proceso de negociación salarial en los países adherentes se caracteriza por una elevada descentralización.

Las rigideces nominales no sólo afectan potencialmente a los mercados de trabajo, sino también a

los mercados de productos. La flexibilidad nominal de los precios se encuentra habitualmente muy vinculada al grado de regulación existente en los mercados de productos. El proceso de desregulación de estos mercados ha sido bastante rápido en los países adherentes. La adopción del acervo del mercado único ha sido útil para avanzar en el citado proceso. Aunque los países adherentes liberalizaron los precios de la práctica totalidad de los bienes hace ya algunos años, los precios del agua, la electricidad, la calefacción y otros servicios públicos han permanecido regulados en la mayoría de los casos. En consecuencia, la ponderación de los precios regulados en las cestas de consumo sigue siendo relativamente alta en algunos de estos países. Según el *Transition Report* (Informe de Transición) del BERD correspondiente al año 2003, la ponderación de los precios administrados en las cestas de consumo de los países de Europa central y oriental se situó en un promedio del 16% en el 2003, con acusadas variaciones de unos países a otros. Asimismo, el BERD señalaba que algunos países han encontrado dificultades para subir los precios de los servicios públicos hasta niveles que permitieran cubrir por completo los costes.

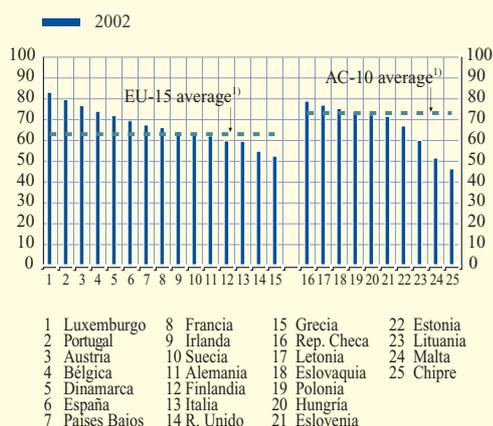
En la valoración del BERD, la política de competencia en los países adherentes se caracteriza por “ciertas actuaciones de vigilancia y disciplina a fin de limitar abusos de poder de mercado y promover un entorno competitivo, incluido el desmantelamiento de conglomerados dominantes y una importante reducción de las barreras de entrada”. Según el BERD, una proporción sustancial de las barreras de entrada a los mercados ha sido eliminada. Por otra parte, el elevado grado de apertura que caracteriza a la mayoría de los países adherentes es indicativo de un nivel de competencia relativamente alto en los sectores de bienes comerciables.

#### APERTURA Y PATRONES COMERCIALES

Con la excepción de Polonia, los países adherentes son economías pequeñas y muy abiertas, con un grado de apertura para el conjunto de ellos de un 84% del PIB, frente al 69% en que se sitúa, como media ponderada, en los países de la Unión Europea, cuando se incluye el comercio dentro de la propia UE. Estonia, Malta y Eslovaquia son los países adherentes más abiertos. Cabe destacar que los países cuyos flujos comerciales con la UE-15 son propor-

**Gráfico 6: Comercio dentro de la UE ampliada**

(Comercio con la UE-25 en porcentaje del comercio total)



Fuentes: DOTS del FMI y ponderaciones de Eurostat.

Nota: Datos de 1997 en lugar de 1995 en los casos de Bélgica y Luxemburgo.

1) Ponderada por el PIB nominal del 2002.

cionalmente más importantes, como la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovenia, no son los que cuentan con los mayores grados de apertura. Al mismo tiempo, las economías más abiertas, como Estonia y Malta, poseen un menor grado de relación comercial con la UE. El comercio con Rusia sigue teniendo relativamente más peso en el caso de los países bálticos, mientras que Malta mantiene importantes lazos comerciales con Asia debido a la inversión extranjera procedente de esa área geográfica. Como ilustra el gráfico 6, el comercio exterior de los países adherentes con otros países de la UE ampliada es, en promedio, mayor que el correspondiente a los actuales Estados miembros de la UE. A este respecto, la totalidad de los países adherentes, excepto Chipre, Lituania y Malta, se encuentran por encima de la media de la UE.

Aunque durante el proceso de transición y hasta la fecha se han registrado déficit por cuenta corriente relativamente abultados en la mayoría de los países adherentes, estos países han sido también capaces de competir en los mercados exteriores, tal y como pone de manifiesto el aumento de su participación en las exportaciones mundiales totales, desde el 1,7% observado en 1997 hasta el 2,3% registrado en el 2002. El aumento de la cuo-

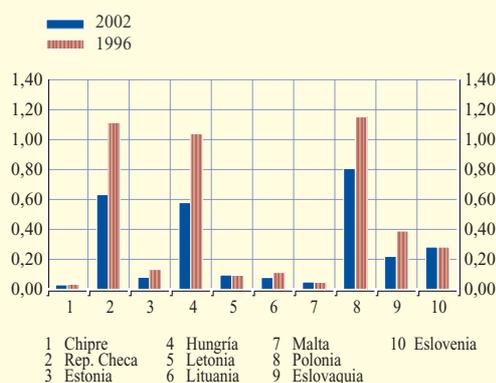
ta de los países adherentes en el mercado de importaciones de la UE muestra un panorama similar o incluso más alentador (véase gráfico 7): la cuota total de los diez países en las importaciones de la UE se elevó desde un 2,9% en 1996 hasta un 4,4% en el año 2002. Este hecho sugiere que los países adherentes han tenido éxito a la hora de preservar su competitividad externa. A fin de mantener esta situación, los países adherentes tendrán que lograr que la evolución de los precios y salarios relativos esté en consonancia con el cierre gradual de la brecha de productividad con respecto a la UE.

**EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO**

Un aspecto fundamental que caracteriza al sistema financiero de los países adherentes es el predominio del sector bancario, al tiempo que la función desempeñada por los mercados de capitales en la intermediación financiera resulta, normalmente, limitada. Los países adherentes se incorporan a la UE con unos sectores bancarios que, si bien de tamaño modesto, cabe considerar como consolidados y saneados. La solidez del sector bancario ha aumentado sustancialmente en los últimos años, tras el considerable fortalecimiento registrado en la capitalización, la rentabilidad y la calidad de los activos. Aun así, el sector bancario de Polonia es una excepción, ya que su rentabilidad es menor y su tasa de morosidad es más elevada (esto último como consecuencia, en parte, de diferencias en las

**Gráfico 7: Cuota en las importaciones de la UE**

(en porcentaje de las importaciones totales de la UE)



Fuente: FMI.

**Gráfico 8: Tamaño del sector bancario (2002)**

(activos bancarios en porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI y bancos centrales nacionales.

normas de clasificación de los créditos). El grado de intermediación financiera sigue siendo reducido en la mayor parte de los países adherentes, aunque ha comenzado a crecer en los últimos años. El gráfico 8 muestra el tamaño de los activos totales de los sistemas bancarios de estos países en relación con el PIB en el año 2002, comparado con la ratio existente en la UE. Sólo en Chipre y Malta se ha alcanzado un tamaño comparable a la media de la UE, debido a que estas economías no han tenido que acometer un proceso de transición, así como al importante papel desempeñado por los bancos extraterritoriales en el desarrollo de sus sectores financieros. En los restantes países adherentes, el tamaño de los activos de sus sectores bancarios en relación con el PIB se sitúa notablemente por debajo del existente en los países de la UE con un menor grado de intermediación financiera.

Un análisis más detallado de los distintos segmentos que componen los mercados financieros en los países adherentes muestra que los mercados de letras y bonos del Estado son relativamente líquidos en la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia. Sin embargo, el desarrollo de los mercados de renta fija privada es escaso en los países adherentes, mientras que los mercados de renta variable con capacidad de atracción de inversores extranjeros básicamente sólo existen en la República Checa, Hungría y Polonia. En cuatro países adherentes se han desarrollado mercados de divisas líquidos, a saber, en la República Checa, Hungría y Polonia

(mercados al contado y a plazo), así como en Eslovaquia (mercado al contado).

Una característica adicional de los sistemas financieros de los países adherentes es la elevada penetración del capital extranjero. Este hecho es observable en todos los segmentos del mercado, pero particularmente evidente en el sector bancario. Las entidades extranjeras, procedentes principalmente de la UE, poseen la mayoría de los activos totales de los bancos comerciales de los países adherentes, con el resultado de una penetración de la propiedad extranjera sustancialmente superior a la existente dentro de la UE. Estonia, Hungría, Letonia y Polonia cuentan con los mayores grados de propiedad extranjera de los activos bancarios totales, mientras que los más reducidos corresponden a Chipre y Eslovenia. Las divergencias en el grado de propiedad extranjera existentes entre los países de Europa central y oriental obedecen a diferentes estrategias de privatización y reflotamiento del sector bancario. La fuerte presencia de la banca de capital extranjero ha sido útil en el proceso de mejora de los resultados de la totalidad de los bancos de los países adherentes. Las entidades extranjeras en general, y las de la UE en particular, también desempeñan una importante función en los mercados de renta variable y de renta fija de la mayoría de los países adherentes.

El desarrollo del sector financiero ha fortalecido el mecanismo de transmisión monetaria a través de los canales de tipo de interés y crediticio en la mayor parte de los países adherentes, aunque la eficacia de estos canales, en comparación con la del canal de tipo de cambio, aún adolece de limitaciones a consecuencia del escaso grado de profundidad de la intermediación financiera. En los últimos años ha tenido lugar un notable proceso de convergencia de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito hacia los niveles existentes en la UE y los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos se han reducido hasta situarse en torno al rango observado en los países de la UE, aunque con diferencias significativas y bastante persistentes entre los distintos países.

Recientemente se han observado unas tasas muy elevadas de crecimiento del crédito al sector privado en un buen número de países adherentes. Por ejemplo, durante el año 2002, los créditos otorgados a particulares crecieron un 74% en Hungría y en torno a un 40% en Estonia y Letonia. Aunque el volumen de crédito concedido continúa siendo reducido y gran parte de él se garantiza mediante hipotecas, la citada evolución lleva aparejados nuevos retos en los ámbitos de la intermediación y la supervisión, de donde se deriva la necesidad de revisar la regulación y la supervisión prudenciales, en línea con los esfuerzos que se vienen llevando a cabo en muchos de estos futuros Estados miembros.

#### 4 CONCLUSIONES

Los diez países adherentes se incorporarán a la UE tras haber obtenido importantes logros económicos. Estos países han acometido una amplia estabilización macroeconómica, con avances considerables en el proceso de desinflación, así como mejoras notables y sostenidas de sus fundamentos económicos y sus políticas estructurales.

Las estructuras económicas de los países adherentes se han aproximado a las de los actuales Estados miembros de la UE, con un grado de apertura comercial elevado y una integración comercial y financiera con la UE muy avanzada

en la mayoría de los casos. Asimismo, se han realizado progresos en el ámbito de la estabilidad financiera. Dentro de este proceso, las perspectivas de incorporación a la UE se constituyeron en un sólido anclaje que ha permitido la adopción de cambios en la política económica mucho antes de que la adhesión fuera una realidad. No obstante, persisten diferencias sustanciales entre los países adherentes, referidas, en general, a un amplio conjunto de variables económicas de índole nominal, real y estructural y, en particular, relativas a las características de los mercados de trabajo, la convergencia de los tipos de interés, las posiciones exteriores y los saldos presupuestarios. El grado de integración también difiere notablemente de un país a otro. Por otra parte, los niveles de renta per cápita aún continúan siendo relativamente bajos comparados con la media de la UE, lo que subraya la crucial importancia de políticas que eleven la tasa de crecimiento potencial de los países adherentes.

La incorporación a la UE representa un hito para los países adherentes, pero el proceso de transición no finalizará con la adhesión, de modo que las reformas habrán de continuar tal y como se había previsto. Las políticas macroeconómicas de los países adherentes deberán preservar los logros ya obtenidos durante el proceso de convergencia y, al mismo tiempo, hacer frente a los retos que surjan como resultado, principalmente, de los desequilibrios presupuestarios y externos.

# EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DE SITUACIÓN DEL SECTOR PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

*El presente artículo compara los aspectos más destacados de la evolución del ahorro, la financiación y la inversión de las sociedades no financieras y de los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos desde mediados de la década de los noventa, así como la dinámica de los volúmenes de deuda y de riqueza financiera resultante de dicha evolución. En la medida de lo posible, se toman en consideración las diferencias metodológicas que afectan a la comparación entre la zona del euro y Estados Unidos.*

*Las sociedades no financieras de ambas áreas económicas incrementaron de forma sustancial sus inversiones reales y financieras en relación con el PIB durante la segunda mitad de los años noventa, mientras que su ahorro tendió a reducirse. Una parte considerable de la inversión se financió mediante nuevo endeudamiento, dando como resultado un aumento de los ratios de endeudamiento empresarial en relación con el PIB. Desde la finalización del auge del mercado bursátil en el año 2000 y durante el período posterior de debilidad del crecimiento económico, las sociedades no financieras han realizado progresos a fin de contener el aumento de su deuda. Durante este período, los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras en relación con el PIB en ambas áreas económicas han sido básicamente similares, una vez tomadas en consideración las diferencias metodológicas pertinentes en la recopilación de datos y en la contabilidad.*

*Aunque las tasas de ahorro de los hogares se caracterizaron por importantes y permanentes diferencias de nivel, también disminuyeron durante la segunda mitad de los años noventa, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, en un contexto de mayor crecimiento económico, expectativas de fuertes aumentos de la renta personal y reducción del desempleo. Además, el intenso aumento de los préstamos para adquisición de vivienda en ambas áreas económicas observado desde la segunda mitad de los años noventa ha dado lugar a un incremento de los ratios de endeudamiento de los hogares en relación con la renta. Con posterioridad al año 2001, el ahorro de los hogares invirtió su tendencia en un entorno de desaceleración económica. Durante el período analizado, la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro fue notablemente superior a la registrada en Estados Unidos, una diferencia que, posiblemente, esté relacionada con la existencia en los hogares estadounidenses de unas expectativas más optimistas de crecimiento de la renta. En consonancia con estas desiguales tasas de ahorro, los ratios de endeudamiento de los hogares en relación con la renta crecieron en mayor medida y se situaron a niveles notablemente superiores en Estados Unidos que en la zona del euro.*

## I INTRODUCCIÓN

En los últimos años se ha dedicado más atención a la estructura de los balances de situación del sector privado como consecuencia del aumento registrado en el endeudamiento de los sectores privados no financieros (es decir, las sociedades no financieras y los hogares) de los principales países industrializados. La evolución de los precios de los activos (en particular, las fluctuaciones de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda) no sólo ha influido de manera considerable en el comportamiento inversor de las sociedades no financieras y de los hogares, sino también en la dinámica de su endeudamiento. En este contexto, el presente artículo analiza la evolución del ahorro, de la financiación y de la inversión de los sectores privados,

y compara los balances de situación de las sociedades no financieras y de los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos resultantes de dicha evolución. La comparación se ciñe al período comprendido entre los años 1995 y 2002, para el que se dispone de datos anuales de las cuentas financieras de la zona del euro. En la sección 2 se compara la evolución de las sociedades no financieras, mientras que la sección 3 se centra en el sector de los hogares. El recuadro que figura en la sección 2 detalla algunas de las principales diferencias metodológicas existentes entre las cuentas nacionales y financieras de la zona del euro y las elaboradas en Estados Unidos, y describe el modo en que se tienen en cuenta tales diferencias a efectos de las comparaciones que se presentan en el artículo. La sección 4 recoge las conclusiones.

### Cuadro 1: Ahorro y formación de capital de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)

	Zona del euro				Estados Unidos			
	(1) Ahorro bruto	(2) Otras operaciones netas por cuenta de capital	(3) Formación bruta de capital fijo	(1) + (2) - (3) Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación	(1) Ahorro bruto	(2) Otras operaciones netas por cuenta de capital	(3) Formación bruta de capital fijo	(1) + (2) - (3) Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación
1995	9,5	2,9	10,3	2,1	9,9	-0,5	9,9	-0,5
1996	9,3	0,7	10,2	-0,2	10,3	-0,5	10,0	-0,2
1997	9,2	0,6	10,6	-0,8	10,4	-1,0	9,9	-0,4
1998	9,7	0,8	11,2	-0,8	9,6	-0,9	9,9	-1,2
1999	8,9	0,7	11,4	-1,7	9,8	-0,7	10,9	-1,8
2000	8,7	-0,1	12,0	-3,5	9,3	-0,6	11,9	-2,6
2001	8,5	0,8	11,2	-1,9	9,4	0,4	10,5	-0,7
2002	8,9	0,8	10,6	-0,8	10,0	0,1	9,3	-0,6

Fuentes: BCE, Eurostat y Cuentas Nacionales de Renta y Producción de Estados Unidos.

Nota: Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo. En otras operaciones netas por cuenta de capital se incluyen las transferencias de capital, las variaciones de existencias y las adquisiciones menos las ventas de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (tales como terrenos y licencias UMTS).

## 2 EVOLUCIÓN DEL BALANCE DE SITUACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En la evolución de los beneficios de las sociedades no financieras, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, cabe distinguir dos fases básicamente distintas desde finales de la década de los noventa. En el período comprendido entre 1997 y el año 2000, en Estados Unidos, y entre 1998 y el 2001 en la zona del euro, se registró una caída del ahorro bruto de las sociedades no financieras (que se corresponde, en líneas generales, con sus beneficios no distribuidos más amortizaciones) en relación con el PIB, una evolución relacionada, en parte, con un aumento de los costes laborales unitarios (véase cuadro 1). A partir de entonces, el ahorro empresarial se ha recuperado ligeramente en ambas áreas como consecuencia de los esfuerzos realizados por aumentar la rentabilidad mediante la contención de costes. Sin embargo, este aumento de los beneficios fue más acusado en Estados Unidos que en la zona del euro.

La reducción del ahorro empresarial fue acompañada de un aumento de la inversión no financiera. Las sociedades no financieras de las dos áreas económicas incrementaron sustancialmente su formación bruta de capital fijo entre los años 1995

y 2000. El crecimiento de la inversión no financiera fue más elevado en Estados Unidos que en la zona del euro hasta el año 2000 (con unas tasas medias de crecimiento interanual del 8,7% y del 6,2%, respectivamente), debido especialmente a una mayor inversión en los sectores de la “nueva economía” (por ejemplo, en los sectores de equipos de procesamiento de la información y de telecomunicaciones). Este hecho contribuyó, a la larga, a un exceso de capacidad productiva superior en Estados Unidos que en la zona del euro, y podría explicar el descenso más acusado del gasto de capital de las sociedades no financieras estadounidenses en comparación con las de la zona del euro observado desde el año 2001.

Como consecuencia de la caída del ahorro bruto y del aumento del gasto de capital (incluidas la compra de licencias UMTS en la zona del euro), la brecha financiera de las sociedades no financieras, básicamente, la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital en relación con el PIB, creció de manera sustancial en ambas áreas económicas entre los años 1996 y 2000 (véase la necesidad de financiación en el cuadro 1). La posterior reducción de dicha brecha reflejó los esfuerzos realizados por las sociedades no financieras en pos de mejorar su rentabilidad

y contener el aumento de su endeudamiento, en parte mediante una disminución de la inversión no financiera.

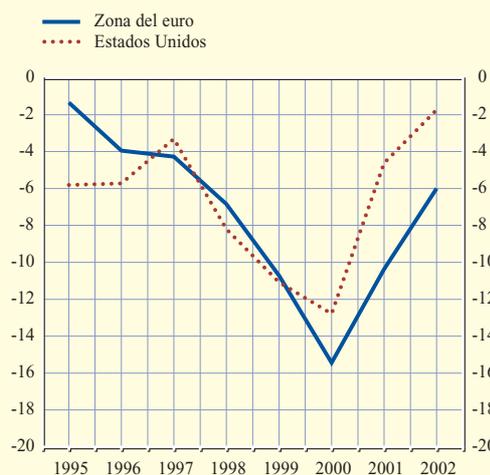
Además del aumento del gasto de capital, las sociedades no financieras de ambas economías elevaron considerablemente sus compras de activos financieros, particularmente entre los años 1999 y 2001. Dicho aumento estuvo relacionado con un importante número de operaciones de fusión y adquisición de empresas. Durante este período, la inversión financiera de las sociedades no financieras alcanzó, en promedio, un 10,3% del PIB en la zona del euro, frente al 7,5% registrado en Estados Unidos<sup>1</sup>. Aunque el volumen total de operaciones de fusión y adquisición fue mayor en Estados Unidos que en la zona del euro, el aumento registrado en este tipo de operaciones fue más vigoroso en el área europea que en el país norteamericano, lo que podría estar relacionado con una actividad transfronteriza creciente en el ámbito de las fusiones y adquisiciones por parte de las sociedades de la zona del euro durante el citado período.

Entre los años 1995 y 2002, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro crecieron con una intensidad mayor que las de las sociedades no financieras estadounidenses, un hecho en parte relacionado con el menor ahorro empresarial y la mayor inversión financiera registrados en la zona del euro. Este hecho se reflejó en la evolución de la ratio de ahorro bruto menos la inversión financiera y no financiera en relación con el PIB (que puede considerarse como una medida ampliada de la brecha financiera), que disminuyó de un modo más acusado en la zona del euro que en Estados Unidos hasta el año 2000 (véase cuadro 1). Su recuperación posterior fue ligeramente más intensa en Estados Unidos debido al repunte más vigoroso de los beneficios empresariales y al mayor descenso de la inversión no financiera registrado en ese país en comparación con los observados en la zona del euro.

La principal diferencia entre la financiación de las sociedades no financieras de Estados Unidos y las de la zona del euro durante el período analizado se refiere a la emisión de acciones. Un aspecto llamativo de la financiación empresarial durante

**Gráfico 1: Ahorro bruto menos inversión financiera y no financiera de las sociedades no financieras**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y Cuentas Nacionales de Renta y Producción de Estados Unidos.

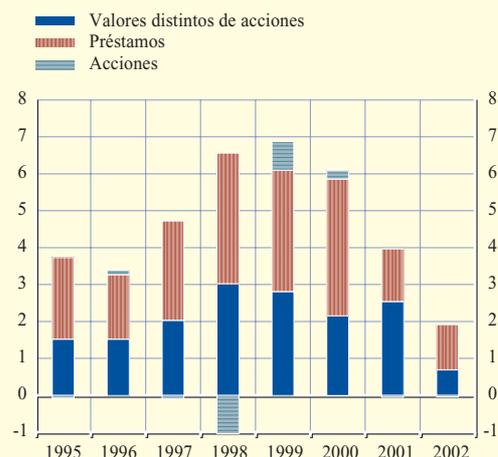
Nota: Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. Un detalle de estos ajustes se presenta en el recuadro incluido en el presente artículo.

la segunda mitad de los años noventa en Estados Unidos, fue el signo negativo de la emisión neta de acciones por parte de las empresas, como consecuencia tanto de las abultadas amortizaciones de capital (*equity retirements*) efectuadas por las sociedades no financieras estadounidenses en conexión con sus operaciones de fusión y adquisición, como de los importantes programas

- 1 El hecho de que la inversión financiera en relación con el PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro fuese superior podría estar relacionado, entre otros aspectos, con las diferencias en el tratamiento contable de las fusiones y adquisiciones dentro de las cuentas financieras. En concreto, las fusiones transfronterizas (por ejemplo, entre entidades de diferentes países de la zona del euro) habitualmente no conllevan la contabilización de las amortizaciones de capital (es decir, una reducción del capital social tras una fusión integral), mientras que esto sí puede ocurrir en el caso de las fusiones realizadas dentro de un mismo país (Estados Unidos, por ejemplo).
- 2 La "recompra de acciones" se refiere a la adquisición por parte de una empresa de sus propias acciones en el mercado bursátil, mientras que la "amortización de capital" se define como la reducción legal del capital social tras una fusión (el resultado habitual de una fusión integral en Estados Unidos). Véase también el artículo titulado "The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses" que figura en el Federal Reserve Bulletin de julio del 2001.

**Gráfico 2: Financiación de las sociedades no financieras de Estados Unidos**

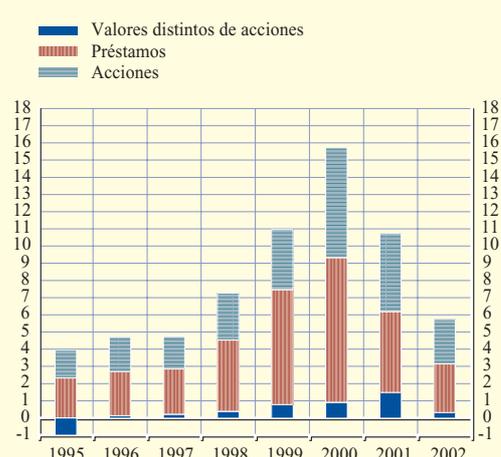
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.  
 Nota: En Estados Unidos, la emisión de acciones se define como la suma de las acciones emitidas por las sociedades no financieras más la inversión directa efectuada en sociedades no financieras estadounidenses (excluidos los pasivos de los residentes en Estados Unidos frente a los no residentes derivados de los vínculos entre empresas relacionadas).

**Gráfico 3: Financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.  
 Nota: En el gráfico no se muestran las reservas de fondos de pensiones que forman parte de los pasivos de las sociedades no financieras, puesto que los flujos relacionados con ellas son insignificantes en términos del PIB.

de recompra de acciones<sup>2</sup> (véase gráfico 2). Los programas de recompra de acciones podrían haber reflejado la intención de las sociedades estadounidenses de elevar el precio de sus acciones a fin de reducir el riesgo de ser objeto de una oferta pública de adquisición. Asimismo, debido a su favorable impacto, en líneas generales, sobre los precios de las acciones, estos programas aumentaron el atractivo de los programas de opciones sobre acciones para la remuneración de los ejecutivos de las empresas. Detrás de la puesta en marcha de estas operaciones de recompra de acciones podrían también encontrarse motivos de naturaleza impositiva, dado que es habitual que las plusvalías realizadas a través de operaciones de recompra de acciones estén sometidas a un gravamen menor que los dividendos<sup>3</sup>.

En la zona del euro, por el contrario, las amortizaciones de capital y los programas de recompra de acciones no tuvieron una importancia significativa, en parte por motivos legales<sup>4</sup>. Como resultado, la emisión de acciones por parte de las

empresas continuó siendo una importante fuente de financiación de las sociedades no financieras, en consonancia con la subida de los precios de las acciones hasta el año 2000 y las numerosas permutas de acciones realizadas como consecuencia de operaciones de fusión y adquisición. La emisión de acciones continuó siendo positiva en los años 2001 y 2002 pero a niveles más reducidos, debido a la caída de las cotizaciones bursátiles y al resultante incremento del coste de obtención de los capitales propios.

El crecimiento del endeudamiento en la zona del euro se vio impulsado por la tendencia a la baja de los tipos de interés durante el período analizado. El grueso del endeudamiento de las sociedades

3 La reducción en 1996 del impuesto que grava las plusvalías podría haber sido un factor explicativo de los importantes programas de recompra de acciones llevados a cabo en Estados Unidos durante la segunda mitad de los años noventa.

4 Al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos, en algunos países de la zona del euro existen limitaciones a la recompra por parte de las sociedades de sus propias acciones.

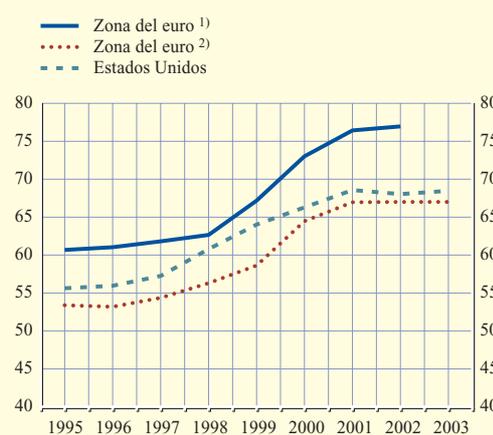
no financieras de la zona del euro entre los años 1995 y 2002 se instrumentó mediante préstamos (véase gráfico 3)<sup>5</sup>. Aunque el mercado de renta fija privada de la zona del euro se desarrolló de manera significativa tras la introducción del euro y en el contexto de un elevado número de operaciones de fusión y adquisición, la proporción que representa la renta fija privada en el endeudamiento total de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo en niveles reducidos. En Estados Unidos, los porcentajes respectivos de los préstamos (54% del endeudamiento entre los años 1995 y 2002) y de los valores distintos de acciones (46%) guardaron un mayor equilibrio (véase gráfico 2).

En conjunto, una vez se toman consideración tanto la evolución de la financiación como los efectos de los cambios de valoración, el porcentaje que representaban los préstamos en los pasivos totales de la zona del euro fue del 38% en el año 2002 (ligeramente por debajo de su nivel en 1995), mientras que la proporción representada por las acciones se elevó levemente, hasta el 55%. La participación de los valores distintos de acciones se situó a niveles similares en 1995 y en el 2002 (un 4%) y la de las reservas de fondos de pensiones se redujo ligeramente, hasta el 2%. En Estados Unidos, las acciones continuaron siendo la principal fuente de financiación de las sociedades de ese país, con un porcentaje del 56% de los pasivos totales, frente al 25% de los préstamos y al 19% de los valores distintos de acciones<sup>6</sup>.

Por lo que respecta a las posiciones financieras de las sociedades no financieras, sus ratios de endeudamiento se elevaron sustancialmente en ambas áreas económicas durante la segunda mitad de los años noventa. Como consecuencia del mayor aumento del endeudamiento y de un crecimiento del PIB algo más reducido, la ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro en relación con el PIB se incrementó en mayor medida que la correspondiente a las sociedades no financieras estadounidenses en la segunda mitad de los años noventa. Con todo, una vez que se toman en consideración las diferencias metodológicas existentes (véase el recuadro), se observa que, en

**Gráfico 4: Ratios de endeudamiento en relación con el PIB de las sociedades no financieras**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.

1) Ratio de endeudamiento en relación con el PIB calculado a partir de las cuentas financieras anuales.

2) Ratio de endeudamiento en relación con el PIB calculado a partir de las cuentas financieras trimestrales y de la balanza de pagos de la zona del euro (véase el recuadro metodológico incluido en el presente artículo).

Nota: El endeudamiento incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y, en la zona del euro, las reservas de fondos de pensiones. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2003 (estimaciones en el caso de la zona del euro).

el 2003, las ratios de endeudamiento en relación con el PIB se situaron, en líneas generales, a unos niveles comparables en las dos áreas económicas (véase gráfico 4).

Las medidas de apalancamiento, tales como las ratios de endeudamiento en relación con el capital propio, que reflejan la relación existente entre el

5 Véase el artículo titulado "Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro" en el Boletín Mensual de octubre del 2003.

6 A la hora de realizar comparaciones entre los pasivos de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos, han de tenerse en cuenta algunas diferencias metodológicas existentes en la definición de endeudamiento (véase el recuadro incluido en el presente artículo). Además, en Estados Unidos se consolidan los pasivos en forma de acciones (es decir, se compensan las participaciones accionarias cruzadas entre empresas), mientras que, en principio, en las cuentas financieras de la zona del euro los pasivos en forma de acciones no se consolidan al nivel de sector. Estas diferencias de tratamiento contable también afectan al nivel relativo de las ratios de endeudamiento en relación con el capital propio en las dos economías.

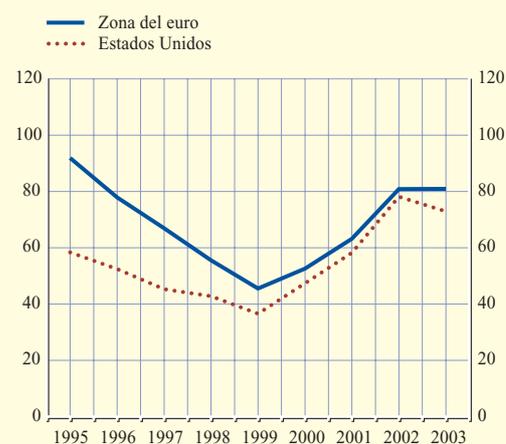
endeudamiento de una empresa y su valor de mercado, se han incrementado de forma notable a partir del año 2000, como consecuencia de la caída de los precios de las acciones en ambas áreas, tras un período de importantes descensos experimentados durante la etapa de auge de los mercados bursátiles (véase gráfico 5). Durante el primer semestre del 2003, esta ratio de apalancamiento se estabilizó en la zona del euro y, conforme a las estimaciones, se redujo levemente en Estados Unidos.

A fin de evaluar la sostenibilidad de los actuales niveles de endeudamiento, es preciso tener en cuenta la carga que representan los pagos por intereses. En la práctica, los pagos por intereses en relación con el PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro se han estabilizado, en líneas generales, a partir de 1996 a consecuencia de la caída de los tipos de interés registrada durante el período analizado. Esa misma ratio aumentó ligeramente en Estados Unidos, dado que la disminución de los tipos de interés ha sido menos pronunciada durante ese período.

En general, la evolución observada recientemente indica que, tras las etapas de auge y caída de los

**Gráfico 5: Ratios de endeudamiento en relación con el capital propio de las sociedades no financieras**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.

Nota: El endeudamiento incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y, en la zona del euro, las reservas de fondos de pensiones. La ratio de endeudamiento en relación con el capital propio de las sociedades de la zona del euro se ha calculado incluyendo en la definición de endeudamiento los préstamos entre empresas relacionadas (véase el recuadro metodológico incluido en este artículo). Las cifras del año 2003 corresponden al segundo trimestre del año (estimaciones en el caso de la zona del euro).

## Recuadro

### LA COMPARACIÓN ENTRE LAS CUENTAS NACIONALES DE ESTADOS UNIDOS Y DE LA ZONA DEL EURO

La posibilidad de realizar comparaciones internacionales de las cifras de la contabilidad nacional se ve muy favorecida por la existencia del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN 93). Los países de la zona del euro recopilan los datos de las cuentas nacionales con arreglo al Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95), que, en líneas generales, es coherente con el SCN 93. Estados Unidos no ha adoptado por completo el SCN 93, por lo que existen algunas diferencias entre los conceptos estadísticos utilizados en Estados Unidos y los empleados en la zona del euro. En los casos en que hubo posibilidad de solventar estas discrepancias mediante el uso de información estadística adicional, se introdujeron ajustes en los datos relativos a Estados Unidos al objeto de facilitar las comparaciones realizadas en el presente artículo<sup>1</sup>. Sin embargo, en ocasiones no fue posible reconciliar por completo las citadas diferencias, por lo que esto deberá tenerse en cuenta al analizar los datos.

#### 1. Delimitación de los hogares y de las sociedades

Con arreglo al SEC 95, las actividades económicas de los empresarios que carecen de personalidad jurídica, a menos que operen como si fuesen sociedades independientes, no pueden separarse de manera artificial de las realizadas por los hogares. De este modo, las empresas individuales y la mayor

<sup>1</sup> Al mismo tiempo, y por lo que respecta a la definición de endeudamiento de las sociedades no financieras (véase el punto 4), se han introducido ajustes en las cifras de la zona del euro con el fin de que guarden una mayor consonancia con la definición existente en Estados Unidos.

parte de las sociedades personalistas sin personalidad jurídica están incluidas en el sector de hogares de la zona del euro. Este hecho explica, entre otros motivos, la inclusión de ciertas inversiones ajenas a la vivienda y de su financiación dentro del sector de hogares. En las Cuentas Nacionales de Renta y Producción (NIPA) que se elaboran en Estados Unidos, tanto las empresas individuales como la totalidad de las sociedades personalistas, con o sin personalidad jurídica, están excluidas del sector de hogares y forman parte del sector empresarial no societario. Además, en Estados Unidos, los individuos, en su calidad de perceptores de rentas de alquileres, también están excluidos del sector de hogares y clasificados dentro del sector empresarial no societario. Estas exclusiones tienen un efecto reductor sobre los activos y pasivos de los hogares estadounidenses, en comparación con los de los hogares de la zona del euro. La diferencia no es de fácil cuantificación y, en consecuencia, no podrá ser corregida en el presente análisis. No obstante, las citadas exclusiones no influyen de manera notable sobre el ahorro porque la renta generada por esas unidades se atribuye a los hogares.

## 2. Cómputo de la renta personal disponible

El tratamiento de los intereses en el SEC 95 es similar al de la renta. En consecuencia, los intereses percibidos elevan la renta y los intereses pagados la reducen. En las cuentas de los hogares estadounidenses, sólo los intereses percibidos se computan como renta; el tratamiento de los intereses pagados es el de una utilización de la renta (de manera similar al consumo y al ahorro). A fin de incrementar las posibilidades de comparación entre las dos áreas económicas, los intereses pagados se dedujeron de las cifras publicadas de la renta personal disponible de Estados Unidos para obtener una “renta personal disponible ajustada” que concuerda de una forma más estrecha con la renta disponible de los hogares de la zona del euro.

## 3. Cómputo del ahorro bruto y de la formación bruta de capital

El tratamiento en el SEC 95 de las compras de bienes de consumo duradero (tales como coches y lavadoras) por parte de los hogares es igual al del consumo, mientras que las Cuentas de Flujo de Fondos elaboradas en Estados Unidos consideran esas compras de bienes de consumo duradero como inversión. Sin embargo, las NIPA estadounidenses ofrecen datos de ahorro neto excluyendo los bienes de consumo duradero. Estos datos, junto con información adicional sobre la formación bruta de capital y el consumo de capital fijo (que también excluye los bienes de consumo duradero) procedente de las Cuentas de Flujo de Fondos estadounidenses, se utilizan para recalcular las cifras de ahorro bruto y de formación bruta de capital fijo.

## 4. Definición de endeudamiento empresarial

El endeudamiento empresarial incluye los saldos vivos de préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones no autónomos (este último concepto no existe en Estados Unidos) de las sociedades no financieras. No es posible obtener cifras de endeudamiento empresarial plenamente comparables entre las dos áreas económicas como consecuencia de las diferencias en la cobertura sectorial arriba mencionadas, pero también de discrepancias entre las cuentas financieras de una y otra área acerca de la valoración de los valores distintos de acciones: en las cifras de la zona del euro, y con arreglo a los criterios del SEC 95, los valores distintos de acciones se contabilizan por su precio de mercado, mientras que en las Cuentas de Flujo de Fondos estadounidenses, dichos valores se contabilizan por su valor nominal ajustado de intereses devengados. Los préstamos entre empresas relacionadas no se incluyen en la definición estadounidense de endeudamiento, mientras que sí se incluyen, de manera parcial, en las cuentas financieras anuales de la zona del euro, dependiendo de la

disponibilidad de fuentes estadísticas. No obstante, en los casos que se han considerado relevantes a efectos comparativos, se han estimado las cifras de endeudamiento de la zona del euro sin incluir los préstamos entre empresas relacionadas mediante la obtención, a partir de las cuentas financieras trimestrales, de datos sobre los pasivos materializados en instrumentos de deuda y contraídos frente a residentes de la zona del euro (que no incluyen los préstamos entre empresas relacionadas) y añadiendo, a partir de la balanza de pagos de la zona del euro, estimaciones de los pasivos materializados en instrumentos de deuda (distintos de los préstamos entre empresas relacionadas) contraídos frente a no residentes en la zona del euro.

mercados bursátiles, las sociedades no financieras de ambas áreas económicas han conseguido estabilizar de manera gradual la estructura básica de sus balances de situación.

### 3 EVOLUCIÓN DEL BALANCE DE SITUACIÓN DE LOS HOGARES

El ahorro bruto de los hogares en relación con su renta disponible se redujo de forma considerable durante la segunda mitad de los años noventa tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase cuadro 2). Dicha evolución estuvo relacionada con una serie de factores. El mayor crecimiento económico y la disminución del desempleo, junto con unas perspectivas de crecimiento más rápido de la productividad, generaron expectativas de

un crecimiento de la renta permanentemente más elevado, especialmente en Estados Unidos. Asimismo, el aumento de la riqueza financiera y no financiera durante ese período, debido básicamente a la evolución favorable de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la vivienda, podría haber elevado la propensión al consumo de los hogares. Además, la tendencia a la baja de los tipos de interés en la zona del euro durante la segunda mitad de los años noventa, hasta la tercera fase de la UEM, tuvo también una importante influencia en la caída de la tasa de ahorro, debido al menor coste de oportunidad del consumo. Con posterioridad, y como resultado de la desaceleración económica y del deterioro de la situación del mercado de trabajo a partir del año 2000, las tasas de ahorro de los hogares aumentaron, en cierta medida, tanto en la zona del euro (en el 2001 y especialmente

**Cuadro 2: Ahorro y formación de capital de los hogares**

(en porcentaje de la renta disponible)

	Zona del euro				Estados Unidos			
	(1) Ahorro bruto	(2) Otras operaciones netas por cuenta de capital	(3) Formación bruta de capital fijo	(1) + (2) - (3) Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación	(1) Ahorro bruto	(2) Otras operaciones netas por cuenta de capital	(3) Formación bruta de capital fijo	(1) + (2) - (3) Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación
1995	17,5	0,1	10,3	7,2	6,9	-0,3	5,6	1,0
1996	17,1	0,4	10,2	7,3	6,2	-0,4	5,8	0,0
1997	16,2	0,5	9,9	6,7	5,9	-0,4	5,9	-0,5
1998	15,1	0,7	9,9	5,9	6,6	-0,5	6,2	0,1
1999	14,2	1,0	10,2	5,0	4,6	-0,5	6,4	-2,3
2000	14,0	1,0	10,3	4,6	4,6	-0,5	6,3	-2,7
2001	14,3	0,8	10,0	5,1	4,0	-0,5	6,4	-2,9
2002	14,9	0,7	9,8	5,9	4,5	-0,5	6,4	-2,3

Fuentes: BCE, Eurostat, Cuentas Nacionales de Renta y Producción de Estados Unidos y Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.

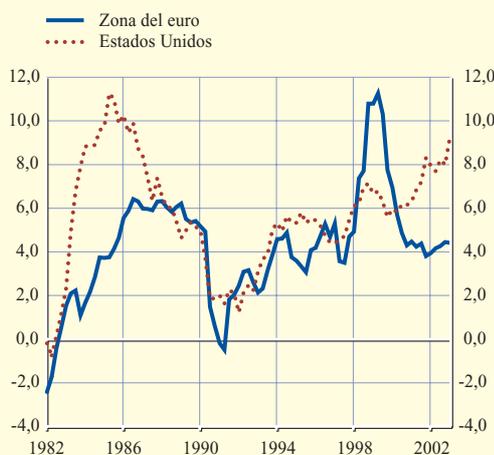
Nota: Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo. Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. En el caso de los hogares estadounidenses, la inversión neta en bienes de consumo duradero se ha excluido del ahorro y de la formación bruta de capital fijo, y los intereses pagados se han excluido de la renta disponible. En otras operaciones netas por cuenta de capital se incluyen las transferencias de capital, las variaciones de existencias y las adquisiciones menos las ventas de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (tales como terrenos).

en el 2002) como en Estados Unidos (en el 2002), aunque permaneciendo muy por debajo de los niveles registrados en 1995. Al mismo tiempo, la formación bruta de capital fijo de los hogares, que básicamente consiste en su inversión en vivienda, mantuvo su solidez a lo largo de todo el período en ambas áreas económicas, debido, principalmente, a los reducidos tipos de interés hipotecarios y al aumento de los precios de la vivienda.

Durante el período comprendido entre los años 1995 y 2002, el ahorro bruto y la formación bruta de capital fijo en relación con la renta disponible fueron notablemente superiores en los hogares de la zona del euro que en los hogares estadounidenses. En términos de saldos, se observa que la capacidad de financiación de los hogares de la zona del euro (que es aproximadamente igual a la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital) ha sido considerablemente más elevada que la de los hogares estadounidenses, que incluso llegaron a registrar necesidad de financiación entre los años 1997 y 2002.

**Gráfico 6: Endeudamiento en términos reales de los hogares**

(tasa de variación interanual, deflactada por el deflactor del consumo privado)



Fuentes: BCE, Eurostat y Cuentas Nacionales de Renta y Producción de Estados Unidos.

Nota: Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. Un detalle de estos ajustes se presenta en el recuadro incluido en este artículo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2003 (estimaciones en el caso de la zona del euro).

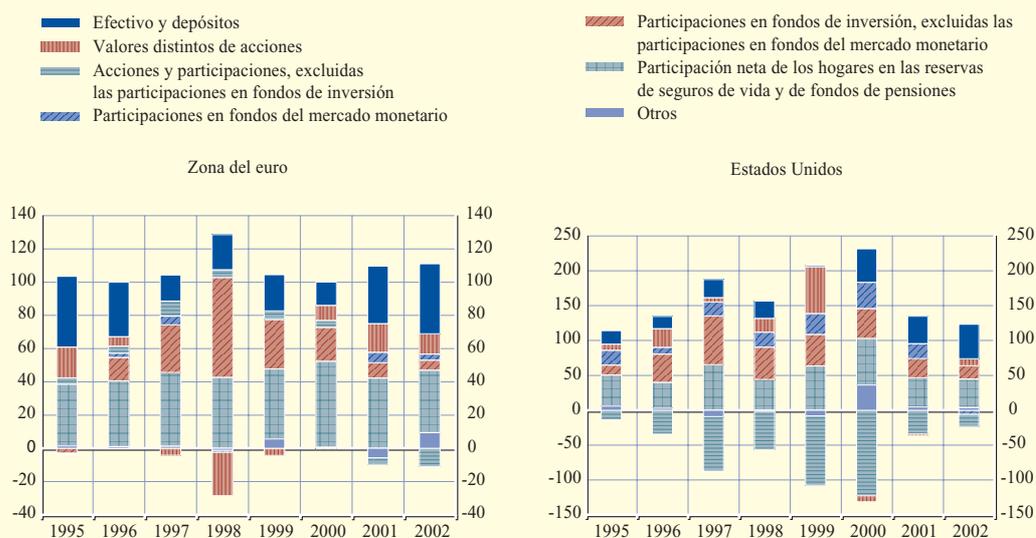
El crecimiento del endeudamiento en términos reales de los hogares, que ha guardado relación con el intenso crecimiento de la inversión en vivienda, fue relativamente elevado en la zona del euro durante los últimos años noventa, mientras que en Estados Unidos se ha venido acelerando desde mediados de esa década (véase gráfico 6). El considerable incremento de los precios de la vivienda, que indujo aumentos de la riqueza de sus propietarios y valores crecientes de los colaterales disponibles para la concesión de préstamos, así como las favorables condiciones financieras, impulsaron la demanda de préstamos para la compra de vivienda en ambas áreas económicas. En la zona del euro, el crecimiento del endeudamiento en términos reales alcanzó en 1999 su tasa más elevada desde los primeros años ochenta<sup>7</sup>. Esta evolución se ha moderado a partir del año 2000, pero la tasa de crecimiento ha permanecido en torno a sus valores medios a largo plazo a pesar de la debilidad del crecimiento económico. El crecimiento del endeudamiento en términos reales de los hogares ha continuado acelerándose en Estados Unidos a pesar de la debilidad de la actividad económica registrado en el 2001 y en el 2002.

Con frecuencia, los hogares estadounidenses han utilizado en los últimos años una parte de sus nuevos préstamos hipotecarios, garantizados con las ganancias procedentes de activos inmobiliarios (es decir, con el reembolso del capital inmobiliario), para elevar su nivel de consumo o para comprar activos financieros. De esta forma, el aumento en Estados Unidos de una modalidad de estos préstamos (*home equity loans*), que en este artículo se consideran como crédito al consumo, ha amortiguado el descenso registrado por el crecimiento del crédito al consumo en ese país y ha permitido sostener el consumo privado. Sin embargo, en el transcurso del año 2003, el crecimiento interanual de los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda se estabilizó, aunque a tasas elevadas, en conexión, probablemente, con el repunte de los tipos de interés a largo plazo observado a partir de finales de junio. En la zona del euro, por el contrario, tales préstamos parecen tener escasa

7 Véase el artículo titulado "Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro" en el Boletín Mensual de noviembre del 2003.

## Gráfico 7: Composición de la inversión financiera de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la adquisición neta de activos financieros)



Fuentes: BCE y Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.

Nota: Para los derivados financieros y otras cuentas pendientes de pago o de cobro, las operaciones netas figuran en el activo. La rúbrica "Otros" incluye las operaciones netas con derivados financieros, préstamos, reservas para primas de seguro y reservas para siniestros y otras cuentas netas pendientes de pago o de cobro. Para la zona del euro, la proporción que representan las participaciones en fondos del mercado monetario se ha estimado a partir de las cuentas financieras trimestrales.

importancia, excepto en algunos Estados como los Países Bajos<sup>8</sup>.

La evolución de la inversión financiera de los hogares desde mediados de los años noventa puede subdividirse en dos períodos diferenciados en ambas áreas económicas, pero especialmente en la zona del euro.

En primer lugar, durante la segunda mitad de los años noventa, los hogares de la zona del euro invirtieron con gran intensidad en participaciones en fondos de inversión, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario, (véase gráfico 7)<sup>9</sup>. Esta tendencia estuvo relacionada con el fuerte aumento de los precios de las acciones. La inversión neta de los hogares estadounidenses en participaciones en fondos de inversión (excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario) también fue relativamente intensa durante este período, aunque más estable, por lo general, en relación con su inversión financiera total (véa-

se gráfico 7). Una notable diferencia entre ambas economías tuvo lugar en el comportamiento de los hogares con respecto a sus inversiones directas en acciones. Mientras que los hogares de la zona del euro compraron acciones entre los años 1995 y 2000, los hogares estadounidenses vendieron buena parte de sus carteras directas de acciones durante ese mismo período. Este último hecho se produjo como contrapartida de las sustanciales

8 Véase la publicación "Structural factors in the EU housing markets", BCE, marzo del 2003. En el conjunto de la zona del euro no puede llevarse a cabo una separación entre los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda y los préstamos para adquisición de vivienda.

9 Véase el "Report on financial structures", BCE, octubre del 2002, y el artículo titulado "Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro" en el Boletín Mensual de octubre del 2003.

amortizaciones de capital efectuadas por las sociedades estadounidenses (véase la sección 2)<sup>10</sup>.

En segundo lugar, como reacción frente a la caída de los precios de las acciones a partir del año 2000, y frente a la mayor incertidumbre económica, los hogares de ambas economías elevaron la proporción de sus inversiones en efectivo y depósitos durante los años 2001 y 2002, especialmente en depósitos a corto plazo. Esta evolución fue el reflejo de la preferencia generalizada por los activos líquidos y seguros observada en ese período.

Una característica común a lo largo de todo el período comprendido entre los años 1995 y 2002 fue que los hogares de ambas economías colocaron una proporción elevada y estable de sus inversiones en productos de seguros y de fondos de pensiones, reflejando la necesidad de ahorro para financiar planes privados de pensiones.

A pesar de las ventas netas de sus carteras de acciones llevadas a cabo por los hogares estadounidenses, la proporción que representan estas carteras (incluidas las participaciones en fondos de inversión con la excepción de las participaciones en fondos del mercado monetario) en el total de los activos financieros de los hogares aumentó en ambas zonas entre 1995 y 1999, en torno a 14 puntos porcentuales en la zona del euro y a 7 puntos en Estados Unidos. Esto fue debido, básicamente, a las plusvalías obtenidas en dichas carteras. Por el contrario, la participación de los activos financieros remunerados (principalmente, depósitos y valores distintos de acciones) en el total de activos financieros se redujo durante ese mismo período. La caída de las cotizaciones bursátiles entre los años 2000 y 2002 dio lugar a la evolución contraria.

Durante el período comprendido entre los años 1995 y 2002, los hogares de la zona del euro elevaron ligeramente el porcentaje que representan las carteras de acciones (incluidas las participaciones en fondos de inversión, con la excepción de las participaciones en fondos del mercado monetario) en sus activos financieros hasta alcanzar el 25%, mientras que en el caso de los hogares de Estados Unidos, ese porcentaje se mantuvo,

en líneas generales, estable y ligeramente por encima del 40%. El porcentaje que representan las inversiones netas en seguros de vida y fondos de pensiones de los hogares de la zona del euro aumentó ligeramente en este período, hasta un 25%, si bien continuó siendo inferior al porcentaje, generalmente estable y cercano al 30%, registrado en Estados Unidos. Por último, el ahorro tradicional de los hogares en forma de depósitos bancarios redujo su importancia en la zona del euro. La participación del efectivo y los depósitos en la riqueza financiera de los hogares de la zona del euro se situó en el año 2002 en un 35%, por debajo del 40% registrado en 1995, a pesar de su aumento en la última parte del período. En el caso de los hogares estadounidenses, esa participación alcanzó un nivel considerablemente inferior, en torno al 13%, en los años 1995 y 2002.

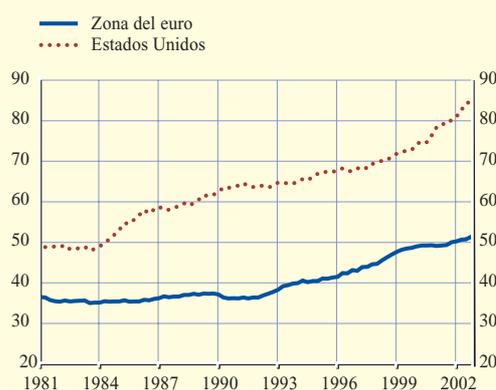
Por lo que respecta a las posiciones financieras de los hogares, su endeudamiento en relación con el PIB ha crecido de manera sustancial en la zona del euro y en Estados Unidos desde comienzos de la década de los noventa (véase gráfico 8). Sin embargo, la ratio de endeudamiento de los hogares de la zona del euro se mantuvo significativamente por debajo de la existente en Estados Unidos, aumentando también en menor medida. Se estima que, en el tercer trimestre del 2003, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro en relación con el PIB alcanzó un 52%, mientras que la ratio de endeudamiento de los hogares estadounidenses en relación con el PIB fue del 86%.

No obstante, el reducido nivel de los tipos de interés en ambas áreas económicas ha provocado una moderación de la carga de los pagos por intereses efectuados por los hogares en relación con su renta disponible, que en el año 2002 se situó en torno al nivel observado a mediados de la década de los noventa. Además, una fracción importante del endeudamiento hipotecario, el mayor componente de la deuda de los hogares tanto en la zona del

<sup>10</sup> En las operaciones realizadas por los hogares de Estados Unidos se incluyen las operaciones con acciones efectuadas por las sociedades no financieras estadounidenses, las cuales no pueden ser identificadas de forma separada en las estadísticas de flujos de fondos de ese país, al contrario de lo que sucede con las transacciones realizadas por los hogares en las cuentas financieras de la zona del euro

**Gráfico 8: Ratios de endeudamiento de los hogares**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Cuentas Nacionales de Renta y Producción de Estados Unidos y Cuentas de Flujo de Fondos de Estados Unidos.

Nota: Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. Un detalle de estos ajustes se presenta en el recuadro incluido en este artículo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre del 2003 (estimaciones en el caso de la zona del euro).

euro como en Estados Unidos, se financia a tipos de interés fijos y reducidos.

Al mismo tiempo, y al objeto de evaluar las potenciales restricciones de liquidez a las que podrían verse sometidos los hogares, también es útil examinar algunos indicadores más amplios del servicio de la deuda, incluyendo, además de los pagos por intereses, los flujos de amortización, los cuales han aumentado como consecuencia de los mayores niveles de endeudamiento. Aunque dicha medida no se encuentra disponible en la zona del euro, la novedosa ratio del servicio de la deuda de los hogares estadounidenses (calculada por el Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal) alcanzó su nivel históricamente más elevado al término del año 2001, estabilizándose posteriormente en un nivel ligeramente inferior<sup>11</sup>.

Como reflejo de la evolución de los mercados financieros, la riqueza financiera de los hogares en relación con la renta disponible aumentó de manera considerable en ambas áreas económicas

entre 1995 y 1999, aunque después disminuyó notablemente. En el conjunto del período comprendido entre los años 1995 y 2002, creció la riqueza financiera de los hogares de la zona del euro en relación con la renta disponible (desde el 234% en 1995 hasta el 265% en el 2002), al tiempo que se reducía ligeramente en el caso de los hogares estadounidenses (desde el 406% en 1995 hasta el 392% en el 2002).

Las ratios de endeudamiento en relación con los activos financieros también pueden ser ilustrativas a la hora de evaluar la sostenibilidad de las posiciones financieras de los hogares. Tras haber caído entre 1995 y 1999, las ratios de endeudamiento en relación con los activos financieros de los hogares de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron, entre los años 2000 y 2002, hasta niveles situados ligeramente por encima de los registrados en 1995. Aunque el endeudamiento de los hogares estadounidenses es notablemente superior al de los hogares de la zona del euro, las ratios de endeudamiento en relación con los activos financieros fueron básicamente similares en las dos áreas en el año 2002, debido a las mayores carteras de activos financieros que poseen los hogares estadounidenses. El aumento de esta ratio entre los años 2000 y 2002 debe evaluarse a la luz de la mayor riqueza inmobiliaria procedente de la subida, relativamente intensa, de los precios de la vivienda registrada en ambas áreas económicas durante los últimos años. Sin embargo, debido a la falta de datos sobre riqueza inmobiliaria de la zona del euro, no es factible llevar a cabo una comparación entre el nivel de endeudamiento de los hogares y su riqueza total en las dos áreas económicas.

#### 4 CONCLUSIÓN

Las evoluciones de los balances de situación de los sectores privados de la zona del euro y de Estados Unidos presentaron algunas características comunes durante el período comprendido entre los años 1995 y 2002. En la segunda mitad de los años noventa, la intensa actividad inversora de las so-

<sup>11</sup> Véase el artículo titulado "Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service" en el Federal Reserve Bulletin de octubre del 2003.

ciudades no financieras y de los hogares, así como una disminución de sus tasas de ahorro, indujeron notables aumentos de sus ratios de endeudamiento. Tras cierto deterioro de sus posiciones financieras posterior a 1999 provocado por la caída de los precios de las acciones y por la desaceleración de los beneficios empresariales, las sociedades no financieras han comenzado a reestructurar sus balances de situación a fin de consolidar o incluso reducir sus ratios de apalancamiento.

Al mismo tiempo, han existido importantes diferencias entre, por una parte, la evolución en la zona del euro de los balances de situación de las sociedades no financieras y de los hogares y, por otra parte, la correspondiente evolución en Estados Unidos.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, la acumulación de deuda fue más intensa en la zona del euro que en Estados Unidos en la segunda mitad de los años noventa, en consonancia con la tendencia a la baja de los tipos de interés en la zona del euro durante el período previo a la tercera fase de la UEM, lo que probablemente haya incrementado los niveles de endeudamiento sostenibles. En el año 2003, los ratios de endeudamiento en relación con el PIB de las sociedades

no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron a niveles similares. Por otra parte, en el ámbito de la financiación, durante el período considerado, el comportamiento de las sociedades no financieras estadounidenses vino caracterizado por unas abultadas amortizaciones de capital, mientras que este fenómeno apenas tuvo relevancia en la zona del euro.

Los hogares de la zona del euro mantienen una tasa de ahorro notablemente superior a la de los hogares estadounidenses y cuentan con capacidad de financiación, al contrario que los hogares de Estados Unidos, que tuvieron necesidad de financiación entre los años 1997 y 2002. Asimismo, el ratio de endeudamiento en relación con la renta creció con mayor intensidad y se situó en un nivel considerablemente más elevado en Estados Unidos que en la zona del euro. Por último, la composición de las carteras de inversión de los hogares de la zona del euro sufrió una notable modificación entre los años 1995 y 2002, al haber aumentado la proporción de las acciones (incluidas las participaciones en fondos de inversión) y haber disminuido la de los tradicionales depósitos bancarios, mientras que la composición de la cartera inversora de los hogares estadounidenses fue, por lo general, más estable.

# LOS EFECTOS DE LA CONTABILIDAD POR EL VALOR RAZONABLE EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO, UNA PERSPECTIVA DE ESTABILIDAD DE FINANCIERA

*A partir del año 2005, las empresas que cotizan en los mercados bursátiles europeos (incluidas las entidades de crédito) deberán adoptar las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) en la presentación de sus estados financieros consolidados. Es previsible que estas normas contables, y en particular las reglas propuestas para la valoración de los instrumentos financieros, tengan repercusiones considerables en el sector bancario europeo. En el presente artículo se ofrece una visión panorámica del debate que se está desarrollando actualmente y del efecto de una aplicación más generalizada de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario. Además, se investigan sus posibles consecuencias en la estabilidad financiera, mediante un análisis del modo en que, con las nuevas normas, las perturbaciones exógenas que afectan al sector bancario se pondrían probablemente de manifiesto en los estados financieros de las entidades de crédito. La introducción de las NIC podría, a su vez, conllevar modificaciones en la conducta de las entidades de crédito, en términos, por ejemplo, de sus relaciones con los clientes, de los tipos de productos ofrecidos o de sus prácticas de gestión del riesgo. En términos más generales, el nuevo sistema contable podría afectar a la función que desempeñan las entidades de crédito como intermediarios financieros y a la distribución de los riesgos financieros entre los agentes económicos.*

## I INTRODUCCIÓN

En la actualidad, los organismos internacionales de normalización contable están definiendo sus propuestas encaminadas a una utilización más generalizada de la contabilidad por el valor razonable (CVR). El BCE tiene un gran interés en esta cuestión por varias razones. En primer lugar, es probable que las reformas contables tengan un profundo impacto en el sector bancario europeo y, a través de este canal, también en la estabilidad del sistema financiero. En segundo lugar, unas normas contables armonizadas y de alta calidad representan una importante contribución a la integración y a la eficiencia de los mercados financieros. En tercer lugar, la coherencia entre el marco contable y los sistemas de información a efectos estadísticos y de supervisión destaca como un ámbito adicional digno de atención.

Este artículo se centra en los efectos potenciales de la CVR en el sector bancario, principalmente desde la perspectiva de su estabilidad. En la sección 2 se presentan los antecedentes del debate sobre la CVR y las iniciativas recientemente adoptadas por los organismos internacionales de normalización contable. En la sección 3 se discuten las ventajas y los inconvenientes de una aplicación más generalizada de la CVR. La sección 4 describe el modo en que las perturbaciones exógenas que afectan al sector bancario se pondrían probablemente de manifiesto con las nuevas normas contables, así como sus posibles repercusiones en forma de cambios en la conducta de las entidades de crédito. Por último, en la sección 5 se extraen algunas conclusiones generales.

## 2 EL DEBATE SOBRE LA CVR

### LOS ANTECEDENTES DEL DEBATE

Con el desarrollo de los mercados financieros, en particular con el fuerte crecimiento de los derivados y la mayor participación de las entidades de crédito en la negociación de instrumentos financieros, el actual marco contable se ha visto sometido a crecientes presiones, pues no logra reflejar adecuadamente la realidad económica. La creciente demanda de transparencia y de creación de valor para el accionista que existe entre los inversores obliga a las empresas a ofrecer una información que refleje de un modo más fiel el efecto de las condiciones económicas imperantes en su posición financiera.

El tradicional marco contable se basa, en gran medida, en la denominada «contabilidad por el coste histórico» (CCH), lo que significa que las distintas partidas del balance de situación se contabilizan, en principio, sobre la base de su precio de compra o de su coste en el momento de adquisición. A partir de este criterio, el actual marco contable (AMC)<sup>1</sup> se ha desplazado desde el marco CCH puro en la dirección de un modelo mixto, donde se aplican diferentes reglas de valoración en función de las intenciones de los directivos de la entidad de crédito respecto a determinados activos y pasivos.

<sup>1</sup> En la Unión Europea, el actual marco de valoración que se ha de aplicar a los estados financieros anuales de las entidades de crédito queda establecido en la Directiva 86/635/CEE. Desde su publicación, se han introducido en ella modificaciones, con el fin de evitar incoherencias con las NIC y de actualizarla conforme a los modernos desarrollos contables.

A este último respecto, la entidad financiera divide los instrumentos financieros (tales como préstamos, bonos, depósitos o derivados financieros) en dos principales «carteras». Los instrumentos que se pretende mantener hasta su vencimiento o con fines de inversión a largo plazo son asignados a las posiciones de balance no negociables (*banking book*). Estos instrumentos continúan contabilizándose al coste o «al coste o al precio de mercado, si fuese menor» (LOCOM en sus siglas inglesas). En términos generales, el método LOCOM puede considerarse una variante más conservadora de la valoración por el coste histórico y, por tanto, resulta ilustrativo del principio de prudencia, al que tradicionalmente se concede gran importancia en el ámbito de la contabilidad. Ello se debe a que, con el método LOCOM, el activo se valora a su precio de mercado cuando éste es inferior a su coste de adquisición, lo que implica que las minusvalías no realizadas quedan en la práctica reflejadas en la cuenta de resultados de la entidad financiera, mientras que las plusvalías no realizadas quedan sin reconocimiento. Por el contrario, los instrumentos de la «cartera de negociación» se mantienen, en principio, con fines de negociación a corto plazo. Estos instrumentos se contabilizan a precios de mercado (*marked to market*), quedando reconocido directamente el beneficio o la pérdida resultante.

El modelo mixto de valoración del AMC anteriormente descrito sería adecuado si las entidades de crédito gestionasen de una forma completamente separada su cartera de negociación y sus posiciones de balance no negociables. Sin embargo, esto no sucede así. Con las actuales prácticas de gestión del riesgo, los instrumentos de la cartera de negociación se utilizan con frecuencia como cobertura de los riesgos de las citadas posiciones no negociables. Debido al diferente tratamiento contable que reciben los instrumentos de cada una de las carteras, los organismos de normalización contable han desarrollado la contabilidad de coberturas (*hedge accounting*) con el fin de reflejar de forma adecuada la compensación del riesgo procedente de la cobertura de una posición (véase recuadro 1). Además, la creciente utilización de los derivados financieros, tales como futuros, permutas financieras y opciones, ha puesto aun más de manifiesto el hecho de que el actual marco contable no refleja de manera adecuada el riesgo de estos instrumentos financieros. En el momento de su creación, estos instrumentos tienen normalmente

un coste de adquisición nulo o muy reducido. Sin embargo, a medida que el tiempo transcurre, su valor económico puede variar de manera sustancial, generando así un importante efecto en el perfil de riesgo y en la posición financiera de la entidad de crédito. No obstante, dado que habitualmente estos instrumentos no se contabilizan en el balance de situación, su efecto sólo aparecerá en la cuenta de resultados cuando hayan sido efectivamente liquidados.

#### INICIATIVAS RECIENTES DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES DE NORMALIZACIÓN CONTABLE

Se considera que el creciente desajuste entre la información contenida en los estados financieros y el auténtico perfil de riesgo de las empresas es una cuestión de trascendencia que requiere corrección. En consecuencia, los organismos internacionales de normalización contable han comenzado a fomentar una mayor utilización de la CVR. El fundamento de la CVR radica, en principio, en los valores de mercado de los distintos instrumentos. Si no se dispone de un precio de mercado relevante, el valor razonable se estimará mediante la utilización de un modelo (por ejemplo, el modelo de los flujos de caja descontados) que tome en consideración todos los factores de valoración relevantes, tales como las características del instrumento y las condiciones imperantes en el mercado.

En 1999, el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASC), más tarde sustituido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), emitió una norma de contabilidad (NIC 39) que exigía el uso de valores razonables en el caso de ciertos instrumentos financieros, particularmente derivados, así como acciones y valores distintos de acciones mantenidos con fines de negociación o disponibles para la venta<sup>2</sup>. Esta norma, que tendría unas repercusiones particularmente notables en las instituciones financieras, tales como las entidades de crédito, recibió fuertes críticas y se consideró que se había dado por concluida antes de tiempo.

2 La NIC distingue entre cuatro categorías de activos financieros: (i) activos mantenidos con fines de negociación; (ii) inversiones mantenidas hasta su vencimiento; (iii) préstamos y cuentas a cobrar originados por la propia empresa; y (iv) activos disponibles para la venta. En la última categoría se incluyen los activos financieros no contenidos en ninguna de las tres categorías anteriores.

## Recuadro I

**CONTABILIDAD DE COBERTURAS**

El objetivo de la cobertura consiste en reducir el riesgo de un elemento cubierto (por ejemplo, un bono, un préstamo o un depósito) mediante la combinación de éste con un instrumento de cobertura (por ejemplo, un contrato a plazo, un futuro o una permuta financiera) de modo que las variaciones del valor de un instrumento queden compensadas por las variaciones del valor del otro instrumento. Sin embargo, si en la contabilización de cada instrumento se utilizan métodos de valoración diferentes, por ejemplo, el coste histórico en el caso del instrumento cubierto y el valor de mercado en el caso del instrumento de cobertura, el resultado será la aparición de una volatilidad de la cuenta de resultados que no se corresponde con la realidad económica de una exposición al riesgo mucho más reducida. Así pues, es preciso un tratamiento contable específico, denominado «contabilidad de coberturas». La contabilidad de coberturas o bien pospone el reconocimiento de las minusvalías o bien adelanta el reconocimiento de las plusvalías en la cuenta de resultados, de modo que el beneficio o la pérdida registrado en el elemento cubierto se reconozca al mismo tiempo que la pérdida o el beneficio que, en contrapartida, registre el instrumento de cobertura. Por lo tanto, una aplicación plena de la CVR, en la que todos los instrumentos financieros se contabilizasen mediante el mismo método, haría innecesaria la contabilidad de coberturas.

A fin de evitar situaciones en las que las relaciones de cobertura se identifican a posteriori, por ejemplo, con el objetivo de encauzar de forma deliberada los beneficios y las pérdidas, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB en sus siglas inglesas) estableció una serie de requisitos necesarios para que dichas relaciones fuesen admisibles en la contabilidad de coberturas. Estos requisitos básicos exigen que la relación de cobertura:

- esté claramente identificada y documentada a su inicio;
- esté medida con precisión;
- sea eficaz, y
- sea muy probable, si se trata de una transacción prevista.

Una cobertura sólo será admisible en la contabilidad de coberturas si supera un «test de eficacia», es decir, que las variaciones de los valores del elemento cubierto y del instrumento de cobertura deben compensarse casi por completo entre ellas. El diseño de las coberturas debe realizarse con el propósito de que sean eficaces en el momento de la designación. Además, los resultados efectivos obtenidos a lo largo de la vida de la cobertura deben permanecer confinados dentro de un pequeño rango para que continúe considerándose eficaz y para que la contabilidad de coberturas siga siendo de aplicación.

En sus inicios, la contabilidad de coberturas sólo se planificó para su aplicación a un nivel micro (esto es, instrumento a instrumento). Sin embargo, el IASB se encuentra en la actualidad considerando la posibilidad de permitir la contabilidad de coberturas también en el caso de una cartera de instrumentos (las denominadas «macrocoberturas»), aproximándose así a las actuales prácticas de gestión del riesgo que utilizan las entidades de crédito<sup>1</sup>.

1 Véase el «Exposure Draft on Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk», IASB, agosto del 2003.

En diciembre del año 2000, el Grupo de Trabajo Conjunto (JWG en sus siglas inglesas) de los organismos de normalización contable, en el que están representados el IASB y los organismos nacionales de normalización contable, propuso una norma integrada y armonizada de aplicación de la CVR a la totalidad de los instrumentos financieros, incluidos los depósitos y los préstamos, y con independencia de la finalidad de su mantenimiento. Esta propuesta de aplicación plena de la CVR, tanto a los instrumentos de la cartera de negociación como a los incluidos en las posiciones de balance no negociables, fue recibida con escepticismo por el sector bancario y por los inversores<sup>3</sup>. El principal argumento en contra de la propuesta se basaba en la ausencia de un adecuado desarrollo de los modelos de medición del riesgo de crédito y de los métodos de valoración de los instrumentos no negociables que habrían de utilizarse para derivar los valores razonables. Otra cuestión considerada preocupante fue la repercusión potencial que una mayor volatilidad de los estados financieros tendría en la estabilidad financiera. La norma no fue adoptada, pero no se abandonó la tendencia hacia una utilización más generalizada del valor razonable.

En agosto del 2001, el IASB anunció que acometería un proyecto de corrección de la NIC 39. En el año 2002, se publicó un Borrador de Propuesta con modificaciones, junto con la solicitud de comentarios. El Borrador de Propuesta incluye un plan que concede a las empresas la opción (irrevocable) de aplicar la CVR a cualquier instrumento financiero si la empresa así lo decide en el momento inicial de la operación. Tras las críticas recibidas por el tratamiento de la cobertura de carteras, en agosto del 2003 se publicó para consulta pública un nuevo borrador de propuesta sobre macrocoberturas. En diciembre del 2003, el IASB publicó las versiones revisadas de sus normas NIC 32 y NIC 39. Estas versiones revisadas se han beneficiado de las amplias consultas mantenidas, si bien continúan las discrepancias sobre algunos aspectos, tales como la opción de aplicar la CVR y la macrocobertura. En relación con este último aspecto, a comienzos del año 2004 se publicarán nuevas modificaciones a la NIC 39.

## EL MARCO CONTABLE DE LA UE

Dentro de la Unión Europea, el estímulo para llevar a cabo una reforma contable procede básicamente del objetivo de creación de un auténtico mercado único. La necesidad de superar las diferencias existentes entre los marcos contables de los distintos Estados miembros y de poseer un marco contable armonizado se considera una etapa fundamental en el camino hacia la integración de los mercados financieros de la zona del euro y de la Unión Europea. De hecho, unas normas contables armonizadas aumentarían la transparencia y la posibilidad de llevar a cabo análisis comparativos, facilitando de ese modo una mejor asignación de los capitales y reduciendo potencialmente el coste del capital. Recientemente, una serie de importantes escándalos contables registrados en Estados Unidos y en Europa han puesto nuevamente de manifiesto la importancia de una información financiera transparente y de alta calidad.

En julio del 2002, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptaron un Reglamento<sup>4</sup> que exige a las empresas cotizadas, incluidas las entidades de crédito, la elaboración de estados financieros consolidados con arreglo a las NIC a partir del año 2005. Asimismo, los Estados miembros cuentan con la opción de ampliar los requisitos contenidos en el Reglamento a las empresas no cotizadas y a los estados financieros no consolidados. Aunque un Reglamento tiene fuerza de ley sin necesidad de su transposición a la legislación nacional, se estableció un proceso de aprobación previo a la adopción de las normas internacionales de contabilidad aplicables en la Unión Europea (véase recuadro 2). La Comisión Europea ha expresado su compromiso de aprobar todas las normas emitidas por el IASB.

Con arreglo a este proceso, el Comité de Reglamentación Contable (CRC, o ARC en sus siglas inglesas) aprobó en julio del 2003 el conjunto de NIC existentes, con las excepciones de la NIC 32

<sup>3</sup> El BCE también transmitió sus reservas al Grupo de Trabajo Conjunto (JGW). Véase el documento «Fair value accounting in the banking sector: ECB comments on the 'Draft standard and basis for conclusions – financial instruments and similar items' publicado por el Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters», 8 de noviembre de 2001 ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

<sup>4</sup> Reglamento (CE) nº 1606/2002.

## Recuadro 2

**EL PROCESO DE APROBACIÓN EN LA UE DE LAS NORMAS INTERNACIONALES DE CONTABILIDAD**

El establecimiento de un proceso formal de aprobación de las normas contables es necesario en la Unión Europea por motivos políticos y jurídicos. En primer lugar, no se considera apropiada la delegación de la elaboración de las normas contables a organismos privados, tales como el IASB, sobre los cuales la Unión Europea carece de influencia. En segundo lugar, resulta importante generar seguridad jurídica mediante la identificación de las normas que tendrán que cumplir en el futuro las empresas cotizadas. El mecanismo de aprobación examina también si las normas adoptadas por el IASB son coherentes con las consideraciones de política pública de la UE. El proceso de aprobación conlleva la intervención de un comité de reglamentación, el Comité de Reglamentación Contable, presidido por la Comisión Europea y formado por representantes de los Estados miembros. El BCE participa en el Comité en calidad de observador. El Comité de Reglamentación Contable adopta o rechaza las NIC sobre la base de una propuesta realizada por la Comisión. El proceso de aprobación puede describirse del siguiente modo:

**Etapa 1:**

La Comisión somete al Comité de Reglamentación Contable su propuesta de adopción o rechazo de la norma de contabilidad, acompañada de un informe que identifica la NIC en cuestión y examina su conformidad con las directivas contables actuales y su conveniencia como base para la información financiera en Europa.

**Etapa 2:**

El Comité de Reglamentación Contable dispone de dos meses para expresar su opinión sobre la propuesta. El Comité recibe recomendaciones de naturaleza técnica relativas a la utilización de las NIC dentro del marco jurídico europeo por parte de un grupo de técnica contable denominado *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), un foro privado formado por los principales actores europeos relacionados con la información sobre estados financieros, concretamente los usuarios de dicha información y quienes la elaboran, así como los representantes de la profesión contable (con el apoyo de los organismos nacionales de normalización contable). El EFRAG tiene un mes para presentar recomendaciones técnicas.

**Etapa 3:**

Si el Comité de Reglamentación Contable está de acuerdo con la propuesta, la Comisión toma las medidas necesarias para asegurar que la norma se adopte para ser utilizada dentro del marco jurídico de la UE. Si el Comité no emite una opinión o si ésta es negativa, la Comisión podría devolver el expediente al EFRAG o someter la cuestión al Consejo.

De conformidad con los procedimientos habituales de toma de decisiones por parte de los comités de reglamentación de la UE, el Parlamento Europeo recibe información sobre los trabajos del Comité de Reglamentación Contable. El Parlamento Europeo puede, asimismo, intervenir si considera que la Comisión se ha excedido en sus funciones.

Con arreglo a este proceso, el Comité de Reglamentación Contable (CRC, o ARC en sus siglas inglesas) aprobó en julio del 2003 el conjunto de NIC existentes, con la excepción de la NIC 32 (relativa a la presentación y a la información a revelar en el caso de los instrumentos financieros) y de la NIC 39 (relativa al reconocimiento y a la valoración de esos instrumentos). Con posterioridad, la Comisión aprobó formalmente ese mismo conjunto de NIC mediante la adopción de un Reglamento<sup>5</sup>. En ese momento, el IASB continuaba con su revisión de la NIC 32 y de la NIC 39, dada la solicitud de una mayor discusión por parte del sector financiero y de los organismos reguladores, con el fin de valorar y solventar las dificultades relativas a la aplicación de las dos normas. A la luz de los comentarios recibidos, el IASB revisó ambas normas en diciembre del 2003, con la excepción de los aspectos referentes a la «macrocobertura», los cuales deberían quedar finalizados durante el primer trimestre del 2004. Posteriormente, la Comisión las someterá a consideración para su aprobación durante el segundo semestre del 2004.

### 3 LAS VENTAJAS E INCONVENIENTES DE UNA APLICACION PLENA DE LA CVR

La utilización creciente del valor razonable propuesta por el IASB conlleva muchos beneficios, pero también suscita profundas reservas en las instituciones financieras. Uno de sus principales beneficios es, sin duda alguna, que el valor de mercado o el valor razonable de los derivados se reflejará en el balance de situación. Puesto que los instrumentos derivados se han convertido en una importante herramienta de gestión del riesgo para las entidades de crédito y dado que normalmente su importe nominal (que ahora se contabiliza fuera del balance de situación) es muy significativo en relación con el balance de situación total, el usuario de los estados financieros obtendrá una imagen más fiel de la posición financiera real de la entidad de crédito. Además, será más sencillo evaluar el grado en que las prácticas de gestión del riesgo de una entidad, a través, por ejemplo, de la utilización de derivados, son verdaderamente eficaces.

Una aplicación más generalizada de la CVR también debería proporcionar un marco de valoración más coherente y comparable, ya que, en ese caso, los instrumentos se valorarían en el mismo momento y con arreglo al mismo principio. Esta mayor transparencia y mejor calidad de la información podría favorecer una adopción más temprana de medidas correctoras por parte de la dirección, los accionistas o los supervisores en el caso de que una entidad de crédito incurriese en riesgos excesivos. Otro beneficio sería un menor incentivo a la «aplicación selectiva». En el actual marco contable, las variaciones del valor económico de los instrumentos se reconocen, por regla general, exclusivamente en el momento en que efectivamente se realizan; en consecuencia, una entidad de crédito podría tener incentivos para llevar a cabo ciertas operaciones con el mero fin de aumentar su beneficio contable. Por ejemplo, los activos que muestran sustanciales plusvalías latentes podrían venderse con el fin de compensar unos malos resultados procedentes del negocio básico de la entidad.

Sin embargo, la CVR suscita también notables inquietudes. En primer lugar, como los cambios en el entorno económico y en el perfil de riesgo quedarán mejor reflejados, es probable que la CVR incremente la volatilidad de los estados financieros. Cabe sostener que, si la volatilidad existe, entonces los estados financieros deberían reflejarla y, al hacerlo, proporcionarían al usuario una información financiera más relevante. Sin embargo, en el caso de los instrumentos incluidos en las posiciones de balance no negociables, que en principio se mantienen hasta su vencimiento, como la mayoría de los préstamos, el valor al vencimiento ha de ser necesariamente igual al valor nominal o a la par con independencia de las fluctuaciones del valor económico a lo largo de la vida del instrumento. Por tanto, la volatilidad que en el transcurso de la vida de esos instrumentos aparece en la cuenta de resultados como consecuencia de la aplicación de la CVR podría proporcionar una información no muy relevante e incluso engañosa (véase recuadro 3). Una complicación adicional estriba en la relación entre los estados financieros

5 Reglamento (CE) nº 1725/2003.

y los gravámenes impositivos presente en algunos países. Así pues, existe el riesgo de que, con la aplicación de la CVR, se graven las plusvalías no realizadas, un coste que podría no llegar a compensar la deducción a efectos impositivos de las minusvalías no realizadas.

En segundo lugar, la determinación del valor razonable de ciertos instrumentos puede ser complicada, especialmente cuando no existe un precio de mercado relevante. En tales casos, tendrá que calcularse un valor razonable mediante la utilización de modelos (*marking to model*), los cuales, aplicados a instrumentos de similares características de riesgo, podrían ofrecer resultados muy diversos. La bondad del valor resultante de este procedimiento es exactamente la misma que la del modelo y la de los datos utilizados como *input*. Con frecuencia, en la estimación de los parámetros del modelo se utiliza un horizonte temporal demasiado corto, y tanto los profesionales del mercado como los supervisores están de acuerdo en que los actuales modelos de valoración aún necesitan desarrollos adicionales. Además, dado que las instituciones pueden utilizar diversos modelos con supuestos sustancialmente distintos, tanto los valores razonables como sus repercusiones en las cuentas de resultados de las diferentes entidades de crédito podrían no ser comparables, lo que resulta contradictorio con uno de los objetivos de la CVR. A efectos de auditoría externa, será particularmente difícil verificar si los valores razonables obtenidos mediante la utilización de modelos son fiables<sup>6</sup>.

Por último, debe mencionarse la cuestión del riesgo de crédito propio o riesgo procedente de los bonos emitidos por la entidad de crédito. Si se aplicase la CVR, un deterioro del riesgo de crédito propio de una entidad daría como resultado una reducción del valor de sus propios bonos, disminuyendo de ese modo el valor razonable de sus pasivos. Si el valor de sus activos no se modificase, la citada reducción se traduciría simultáneamente en un incremento del patrimonio de los accionistas, que se calcula como la diferencia entre el valor razonable de los activos y los pasivos. Esta mejora de la situación de solvencia, resultante de un deterioro del riesgo de crédito propio,

desafía la intuición y resulta muy controvertida, especialmente desde una perspectiva supervisora. Este hecho podría ser uno de los principales motivos de que los organismos supervisores no acepten una plena aplicación de las NIC en el cálculo de los requerimientos de capital regulador.

#### 4 EL EFECTO DEL MARCO CONTABLE EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

##### EL EFECTO EN LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las perturbaciones que afectan a la economía se pondrán de manifiesto de formas muy diversas en los estados financieros de las entidades de crédito en función del marco contable en vigor. A fin de obtener un conocimiento más profundo de sus efectos en la estabilidad financiera, a continuación se discuten varios escenarios especialmente relevantes para el sector bancario, en un entorno donde tanto el AMC como la CVR resulten de aplicación. Estos escenarios son un deterioro sustancial de la calidad crediticia, una variación inesperada de los tipos de interés, una crisis inmobiliaria y un ajuste brusco de los precios de las acciones.

El *primer escenario* analizado es el de un deterioro de la calidad crediticia. El *deterioro de la calidad crediticia* de un activo financiero, como un préstamo o un bono, se reflejará en unos menores flujos de caja esperados. Si el valor razonable del instrumento se calculase mediante el descuento de sus flujos de caja esperados, ese valor razonable se reduciría en paralelo al deterioro de la calidad crediticia. Por el contrario, con las actuales normas contables, el valor del activo sólo se ajustará, por regla general, mediante la dotación de una provisión específica cuando el activo sea «fallido» o «moroso». En este caso, a menudo debe producirse una «suceso real», como un impago o un retraso en el pago de los intereses, antes de que el valor se ajuste en los estados financieros.

En consecuencia, de aplicarse el AMC, será fun-

<sup>6</sup> También se plantean problemas importantes en relación con las estadísticas, pero están fuera del ámbito de este artículo.

### Recuadro 3

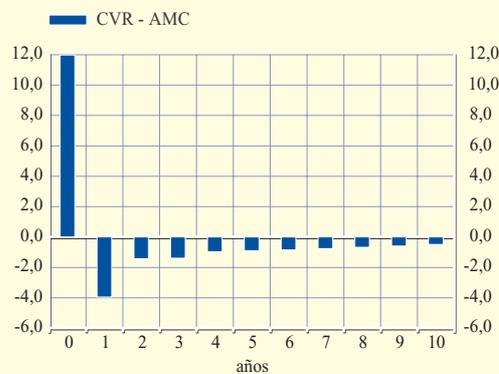
#### ILUSTRACIÓN DEL MODO EN QUE LA CVR PODRÍA PROVOCAR UNA VOLATILIDAD ADICIONAL DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE UNA ENTIDAD DE CRÉDITO

Si una entidad de crédito mantiene instrumentos que devengan intereses (por ejemplo, préstamos y bonos) en su balance de situación hasta el vencimiento, la CVR puede provocar una considerable volatilidad adicional de la cuenta de resultados a lo largo de la vida de los instrumentos, una circunstancia que contradice la finalidad con la que se mantienen dichos instrumentos. Esta posibilidad puede ilustrarse mediante el análisis del balance de situación de una entidad de crédito europea media en el caso de que se produjese una perturbación exógena de tipo de interés. En la construcción de este balance se han utilizado algunos supuestos simplificadores (por ejemplo, no existe cobertura y el plazo de vencimiento máximo de los instrumentos es de diez años).

En ausencia de un precio de mercado observable o relevante, el valor razonable de los bonos y de los préstamos puede aproximarse mediante el cálculo del valor actual neto de sus flujos de caja esperados. Este cálculo consiste en el descuento de los flujos de caja del instrumento en cuestión durante el periodo de vida que resta hasta su vencimiento utilizando una tasa de descuento que refleja el tipo de interés libre de riesgo y una prima de riesgo. El efecto de una perturbación exógena de tipo de interés sobre el valor razonable de los instrumentos puede, pues, simularse mediante una modificación de la tasa de descuento.

#### Desplazamiento de 100 puntos básicos hacia abajo de la curva de rendimientos

(en porcentaje)



(caerá en el caso de una subida del tipo de interés y aumentará en el caso de un descenso del tipo de interés) y dejará ya de ser igual al valor nominal. Sin embargo, al vencimiento, el valor calculado volverá a ser idéntico al valor nominal, como reflejo del hecho de que, en ese momento, el crédito de la entidad frente al emisor del bono o al prestatario es amortizable de forma inmediata a su valor nominal (a la par). Esta evolución del valor de un bono o de un préstamo a lo largo de su vida también se denomina movimiento de «reversión a la par» (*pull to par*).

Estos principios se ilustran en el gráfico inferior, que muestra la repercusión a lo largo del tiempo en la cuenta de resultados de la entidad de crédito de un desplazamiento de 100 puntos básicos hacia abajo de la curva de rendimientos, expresada en porcentaje del capital y las reservas de la entidad. El efecto se ilustra en términos de variaciones, es decir, sólo se muestra la diferencia existente entre la cuenta de resultados obtenida aplicando la CVR y la calculada con el AMC. Cabe señalar que, debido a la aplicación de la valoración LOCOM utilizada en el AMC a los valores incluidos en las posiciones de balance no negociables, su gráfico, en caso de que tuviera lugar una subida de los tipos de interés, no sería la mera imagen refleja del obtenido en caso de que se produjera un descenso de los tipos.

El gráfico ilustra que, ante el desplazamiento de 100 puntos básicos hacia abajo de la curva de rendimientos, el valor razonable de la cartera de bonos y préstamos aumentaría, lo que, de aplicarse la CVR, se reflejaría como un beneficio en la cuenta de resultados de la entidad de crédito. Con el AMC, la cartera mantendría su anterior valor contable (igual al valor nominal), por lo que no habría ningún efecto en la cuenta de resultados. Si no se produjeran perturbaciones adicionales, el aumento del valor obtenido de la aplicación de la CVR se iría diluyendo a lo largo del tiempo en forma de pérdidas registradas en la cuenta de resultados, como consecuencia de que el valor razonable de los bonos y de los préstamos necesariamente revertiría a la par en el momento de su vencimiento. El gráfico también muestra que, mientras que el descenso de los tipos de interés tendría un gran impacto inmediato, la trayectoria de compensaciones posteriores a lo largo del tiempo sería más gradual. De aplicarse la CVR, todas estas modificaciones del valor tendrían un reflejo pleno en la cuenta de resultados, mientras que, con el AMC, los bonos y los préstamos seguirían contabilizándose a su valor nominal.

En conclusión, en los momentos de creación y vencimiento de los instrumentos, la CVR y el AMC tienen el mismo efecto en los estados financieros de la entidad de crédito, pero, durante el período intermedio entre ambos, la CVR dará como resultado una mayor volatilidad, lo que parece ser incoherente con la finalidad con la que se mantienen dichos instrumentos.

damental la conducta de la entidad con respecto a la política de constitución de provisiones para saneamiento de créditos. Si las decisiones de constitución de provisiones se orientan perfectamente hacia el futuro y reflejan cualquier variación de los flujos de caja esperados, los efectos contables sobre el riesgo de crédito serán idénticos tanto si se aplica el AMC como la CVR. Sin embargo, un importante obstáculo al saneamiento orientado hacia el futuro procede de las actuales normativas contables e impositivas. Con el fin de reducir las posibilidades de que la dirección de la entidad de crédito manipule los resultados financieros, las normativas de muchos países tienden a definir estrictamente los créditos «fallidos» o «morosos». La constitución de provisiones sólo está permitida cuando ya se han materializado pérdidas concretas o cuando existe evidencia de que pronto se materializarán. En consecuencia, el saneamiento de créditos muestra una orientación predominantemente hacia el pasado.

Otro importante elemento del debate entre el AMC y la CVR es el modo en que las entidades de crédito llevan a cabo sus estimaciones de flujos de caja futuros esperados. A este respecto, un parámetro fundamental es la denominada «probabilidad de impago», esto es, la probabilidad de que un determinado deudor incurra en impago durante un

cierto intervalo de tiempo. Los estudios realizados sobre los sistemas de medición del riesgo de crédito de las entidades financieras han mostrado que, por regla general, las probabilidades de impago y las calificaciones crediticias a ellas asociadas se estiman teniendo exclusivamente en cuenta el momento presente del ciclo económico, con un horizonte temporal corto, normalmente de un año; un número muy reducido de entidades de crédito utiliza en su medición del riesgo un horizonte temporal más dilatado, mediante la toma en consideración de la evolución media esperada de un prestatario a lo largo de un ciclo económico. Si las estimaciones obtenidas a partir de esos cortos horizontes temporales se utilizasen como input en la estimación de los flujos de caja esperados, dichas estimaciones tendrían que revisarse con gran frecuencia, lo que daría lugar a una mayor volatilidad de los estados financieros.

El *segundo escenario* se centra en una *variación inesperada de los tipos de interés*. Si no se consideran los derivados, una variación de los tipos de interés tendrá, en caso de aplicarse la CVR, una repercusión en el valor contable de los instrumentos incluidos en las posiciones de balance no negociables muy distinta de la que resultaría de la aplicación del AMC. Una subida de los tipos de interés conllevaría una reducción del valor econó-

mico de estos instrumentos, debido a la disminución del valor actual de los flujos de caja futuros esperados. A la inversa, un descenso de los tipos de interés daría como resultado un aumento del valor económico.

De aplicarse la CVR, y debido a la propia naturaleza de esta técnica contable, esas modificaciones del valor siempre quedarían recogidas en los estados financieros. Por el contrario, en el AMC, y por lo que a los préstamos se refiere, los cambios de su valor resultantes de la volatilidad de los tipos de interés no se reflejarán en los estados financieros. En cuanto a los valores incluidos en las posiciones de balance no negociables, los cambios sólo se reconocerán, en el caso de una subida de los tipos de interés, cuando se utilice el método LOCOM para valorar la cartera. Sin embargo, el método LOCOM no reconocerá los aumentos de valor latentes resultantes de una caída de los tipos de interés. En consecuencia, las variaciones de los tipos de interés gozan de un tratamiento asimétrico, lo que no sucede con la CVR. En un entorno de fuertes descensos de los tipos de interés, es probable, por tanto, que las entidades de crédito mantengan importantes plusvalías latentes en sus balances de situación.

El *tercer escenario* se refiere a una *crisis inmobiliaria típica*, la cual podría producirse, en gran medida, como una combinación de los dos escenarios anteriores, es decir, una mayor fragilidad de los prestatarios y una subida de los tipos de interés. Un escenario de este tenor, observado, por ejemplo, durante la crisis bancaria sueca de comienzos de la década de los noventa, es particularmente relevante, ya que es frecuente que una crisis en el mercado inmobiliario comercial tenga lugar al mismo tiempo que una crisis bancaria. Además, los créditos hipotecarios representan una parte sustancial del negocio minorista de las entidades de crédito, y las instituciones hipotecarias especializadas desempeñan un papel importante en varios países europeos.

Una crisis inmobiliaria podría afectar no sólo a los flujos de caja esperados procedentes de los prestatarios de las entidades de crédito, debido al deterioro de su capacidad intrínseca de reembolso, sino

también a través de los menores valores de los inmuebles utilizados como garantía en caso de que los deudores incurriesen en impago. En este escenario, tanto la evolución de los flujos de caja futuros esperados (reflejo del riesgo de crédito) como la dinámica de la tasa de descuento (reflejo del riesgo de tipo de interés) provocarían un descenso de los valores de los activos. De aplicarse la CVR, la combinación de estos efectos quedaría plenamente reflejada en los estados financieros, con el resultado muy probable de una reducción sustancial del patrimonio de las entidades de crédito. De utilizarse el AMC, y dejando al margen el saneamiento específico realizado por la entidad, el deterioro de la calidad crediticia no tendría ninguna repercusión hasta el momento del crédito fallido; pero aun cuando éste se produjese efectivamente, su repercusión sería sustancialmente menor que con la CVR, puesto que no se reconocería el efecto del tipo de interés sobre la cartera de préstamos.

El *último escenario* consiste en un *ajuste brusco de los precios de las acciones*. Por regla general, el AMC aplica el método LOCOM a las acciones incluidas en las posiciones de balance no negociables, mientras que, en la CVR, tanto el aumento como el descenso del precio de las acciones se reflejan plenamente en los estados financieros. Así pues, en el caso de un brusco ajuste al alza de los precios de las acciones, se observará una importante diferencia entre la CVR y el AMC. Si bien las acciones representan una parte relativamente pequeña de los activos totales de muchas entidades de crédito europeas, aun así es probable que unas fuertes subidas de precios, como las observadas durante el último período de auge de los mercados bursátiles, tengan, en caso de aplicarse la contabilidad por el valor razonable, una repercusión notable en los estados financieros. Por el contrario, en el AMC, dichas subidas darían lugar a una acumulación de mayores plusvalías latentes. Siempre que los precios de mercado permanezcan por encima de los precios de compra iniciales, cualquier caída posterior de los precios podría ser absorbida mediante las plusvalías latentes, mientras que, de aplicarse la CVR, los descensos de precios tendrían un pleno reflejo en la cuenta de resultados.

Estos cuatro escenarios ilustran el hecho de que una aplicación más generalizada de la CVR es probable que genere una mayor volatilidad de las cuentas de resultados de las entidades de crédito, debido a que los cambios en la situación económica se reflejarían con una mayor rapidez en los estados financieros. Además, mientras que, con el AMC, este proceso es asimétrico en gran medida debido a que, por lo general, el aumento del valor resultante de una mejora de la situación económica no queda reflejado, el proceso sería simétrico de aplicarse la CVR. El aumento de la volatilidad podría ser importante, pudiendo modificar la conducta de las entidades de crédito, lo que, a su vez, tendría una serie de repercusiones en la estabilidad financiera.

#### EL EFECTO POTENCIAL EN LA CONDUCTA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Aunque en un mundo caracterizado por la ausencia de asimetrías en la información y por la existencia de mercados financieros eficientes, el régimen contable no debería en principio tener efecto alguno en la conducta de los agentes económicos, la realidad demuestra que las normas contables tienen una posible influencia sobre el comportamiento de las empresas. En caso de aplicarse la CVR, el aumento de la volatilidad, resultante de la relación más estrecha que se establecería entre los estados financieros de las entidades de crédito, sus exposiciones al riesgo y las condiciones económicas imperantes, podría, en consecuencia, dar lugar a modificaciones en la conducta de esas entidades, influyendo, por ejemplo, en sus decisiones de negocio o en sus prácticas de gestión del riesgo. En términos más generales, podría afectar a la función de las entidades de crédito como agentes transformadores de liquidez y a su participación en el funcionamiento fluido a lo largo del tiempo de los ahorros e inversiones dentro de la economía.

El reconocimiento más temprano de los riesgos, como una caída del precio de los activos o un deterioro de la calidad crediticia que se deriva de la aplicación de la CVR, podría dar lugar a una mayor transparencia en comparación con el AMC.

Del mismo modo, la identificación de aquellas operaciones no valoradas con arreglo a las condiciones imperantes en el mercado debería ser, en principio, más sencilla. Ejemplos de esta situación incluirían la fijación de precios inferiores a los de la competencia a fin de lograr una mayor cuota de mercado o los subsidios cruzados, mediante los cuales una empresa utiliza los beneficios procedentes de sus diversos negocios para financiar prácticas predatorias en otros mercados. Una mayor transparencia podría, a su vez, reforzar la disciplina ejercida sobre las entidades de crédito por el mercado o por el supervisor, de modo que tanto la identificación de los problemas como la adopción de medidas correctoras fuesen más tempranas.

Sin embargo, un reconocimiento más temprano del riesgo, derivado de la aplicación de la CVR, podría reforzar el carácter procíclico de la actividad de concesión de préstamos, dando lugar a unos ciclos económicos más acusados. El carácter procíclico se refiere aquí a la tendencia existente en el negocio de concesión de préstamos bancarios a seguir las mismas pautas que la economía real, es decir, un crecimiento del crédito durante una fase de auge económico y restricciones crediticias durante una etapa de desaceleración económica. Este fenómeno genera toda una serie de preocupaciones. Así, podría producirse una asignación ineficiente de los recursos y una conducta inversora subóptima, puesto que los proyectos inviables podrían obtener financiación durante un auge económico, mientras que incluso los proyectos muy prometedores podrían ser rechazados durante la fase de desaceleración. Asimismo, podría incrementarse el riesgo sistémico, un hecho que ilustran las amplificaciones de las burbujas de los precios de los activos que tienen lugar durante las fases alcistas del ciclo económico a consecuencia de unas condiciones crediticias generosas y de unos elevados valores de los colaterales. El posterior estallido de las burbujas podría provocar una crisis bancaria y una acusada escasez del crédito.

Es sabido que, a causa de una serie de factores, incluidas las habituales prácticas de negocio, la actividad de concesión de préstamos bancarios presenta, por su propia naturaleza, un carácter

procíclico. Ahora bien, es importante que la regulación financiera, como las normas contables o los requerimientos de capital, no refuercen en exceso este rasgo distintivo. De aplicarse la CVR, las plusvalías no realizadas debidas a aumentos de los precios de los activos o a una mejora de la calidad crediticia durante una fase de auge económico alimentarían de forma inmediata la cuenta de resultados y los recursos propios de las entidades de crédito, lo que extendería una base para la expansión posterior del crédito. En el caso de una desaceleración económica, ocurriría lo contrario, de modo que posiblemente se acentuaría o prolongaría la desaceleración. Si la menor actividad económica llevase aparejados unos tipos de interés más reducidos, los mayores beneficios resultantes de una revalorización de la cartera existente de activos a tipo de interés fijo podrían compensar, al menos en parte, la citada desaceleración.

La CVR podría no sólo tener efectos en el nivel de la actividad de concesión de préstamos bancarios, sino también en la composición relativa de los balances de situación de las entidades de crédito. De aplicarse la CVR, estas entidades podrían tener incentivos para asumir un menor riesgo con el fin de reducir la volatilidad de sus estados financieros. Esta estrategia podría ponerse en práctica mediante la asunción de menores riesgos en el momento inicial de adquisición de los instrumentos o, posteriormente, mediante la creación de protecciones frente al riesgo a través de operaciones como la cobertura o la titulización. De este modo, la función que, como intermediarios financieros, desempeñan las entidades de crédito podría sufrir cambios y los riesgos que normalmente asumen estas entidades podrían ser transferidos hacia otros agentes económicos. La disminución resultante de la concentración del riesgo podría, en principio, ser beneficiosa en términos de estabilidad financiera, siempre que los agentes que asuman el riesgo lo evalúen adecuadamente.

Por otra parte, esta tendencia hacia la transmisión del riesgo podría, en la práctica, reducir la gama de productos a disposición de los clientes y, de ese modo, disminuir el bienestar social. Por ejemplo, las entidades de crédito podrían mostrar reticencias

a conceder préstamos a tipo de interés fijo o a largo plazo, debido al temor de que el riesgo de tipo de interés se ponga de manifiesto en los estados financieros o a los costes asociados a la creación de coberturas o a la transferencia del riesgo. Además, los deudores cuya calidad crediticia sea más volátil, como las pequeñas y medianas empresas y los negocios incipientes, podrían encontrar más dificultades para acceder a los préstamos bancarios o podrían tener acceso a ellos pero sólo con unas condiciones más exigentes.

Por último, la introducción de la CVR podría afectar al modo en que las entidades de crédito crean sus propios sistemas de estabilización financiera mediante la acumulación de capital y reservas. Una mayor volatilidad de los estados financieros eleva la probabilidad de que se sobrepasen los umbrales establecidos para ciertas ratios financieras. Algunos ejemplos son los coeficientes mínimos de solvencia o las ratios utilizadas como mecanismos de activación de respuestas tales como la amortización anticipada obligatoria de un préstamo o una reducción de la calificación crediticia. De aplicarse la CVR, y con el fin de evitar la activación de dichos mecanismos a consecuencia de variaciones inesperadas de los valores, la entidad de crédito podría diseñar sistemas con un mayor grado de estabilización financiera. A este respecto, otro tema importante es la reacción de los accionistas. Si los aumentos del valor de los activos se reflejan de manera inmediata en la cuenta de resultados durante las etapas de bonanza, los accionistas pueden ejercer presiones sobre las entidades de crédito a fin de que éstas repartan un mayor volumen de dividendos, unas presiones difíciles de resistir durante una situación económica favorable. No obstante, a largo plazo, dicha conducta podría afectar negativamente a la fortaleza financiera de las entidades de crédito.

## 5 CONCLUSIONES

El paso del AMC a la CVR se puede calificar de un auténtico cambio de paradigma, ya que las normas contables orientadas hacia el pasado y basadas en los conceptos de prudencia y fiabilidad dan paso

a medidas basadas en los valores económicos existentes en cada momento. Esta evolución crucial permite explicar el carácter, a menudo enardecido y disputado, del debate sobre las ventajas e inconvenientes de los dos modelos contables. La CVR podría tener consecuencias positivas, como un reflejo más fiel de la realidad económica. Por otra parte, existen serias dudas acerca de la fiabilidad que puedan alcanzar las estimaciones de valor razonable de los instrumentos que no se negocian en un mercado activo y líquido, como sucede en el caso de la inmensa mayoría de los préstamos bancarios. Las diferencias en la fiabilidad de los métodos de valoración que utilicen las diversas entidades de crédito podrían dificultar los análisis comparativos entre distintos estados financieros y la transparencia de éstos. La posibilidad de realizar esas comparaciones podría verse especialmente afectada si las entidades de crédito disponen de la capacidad para elegir cuáles de sus activos y pasivos se contabilizan por el valor razonable.

En términos más generales, siguen sin quedar muy claras las repercusiones exactas en la conducta de las entidades de crédito de una aplicación más generalizada de la CVR. Diversos escenarios económicos especialmente relevantes para las entidades de crédito, como los examinados en el presente artículo, podrían mostrar —en caso de

aplicarse la CVR— unos efectos distintos a los observados en el actual marco contable, con el resultado muy frecuente de un aumento de la volatilidad de los estados financieros. En el caso de los instrumentos que se mantienen hasta el vencimiento, como sucede con la mayoría de los préstamos bancarios, dicho resultado entra en contradicción con la finalidad con la que se mantienen tales instrumentos. Un aumento de la volatilidad podría tener consecuencias en el modo en que las entidades de crédito gestionan el riesgo o en el grado en que desean asumirlo, lo cual, a su vez, podría repercutir en la función de intermediación que desarrollan y en el modo en que los riesgos tradicionalmente asumidos por estas entidades se redistribuyen hacia otros agentes económicos. Por último, existe una seria preocupación por el hecho de que la CVR pudiera amplificar el carácter procíclico del negocio de concesión de préstamos bancarios y reducir la capacidad de reacción de las entidades de crédito ante una evolución adversa de la economía.

En vista del limitado grado de fiabilidad de las estimaciones por el valor razonable y de los posibles efectos negativos de la CVR en la estabilidad del sistema financiero, parece necesario proceder con cautela y profundizar en su análisis antes de que las entidades de crédito hagan un uso más generalizado de este régimen contable.

## GLOSARIO

**Al coste o al precio de mercado, si fuese menor (LOCOM):** regla de valoración, aplicada con frecuencia a los valores incluidos en las posiciones de balance no negociables (*banking book*), por la cual el activo se valora al coste de adquisición o a su precio de mercado, si este último fuese menor.

**Borrador de propuesta:** el texto de una propuesta de Norma Internacional de Contabilidad, que incluye una invitación del IASB a realizar comentarios y a ofrecer respuestas a ciertas cuestiones.

**Cartera de negociación:** cartera bancaria que incluye instrumentos financieros mantenidos con fines de negociación a corto plazo.

**Cobertura:** la designación de uno o más instrumentos de cobertura (básicamente derivados, como contratos a plazo, futuros o permutas financieras) de modo que la variación de su valor razonable compense, en todo o en parte, la variación del valor razonable o de los flujos de caja de un elemento cubierto (por ejemplo, bonos, préstamos o depósitos).

**Comité de Reglamentación Contable (CRC):** comité formado por representantes de los Estados miembros de la UE y presidido por la Comisión Europea. El comité, con funciones de reglamentación, aporta sus opiniones sobre las propuestas de la Comisión relativas a la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad.

**Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASC):** organismo predecesor del IASB (período 1973-2001).

**Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB):** organismo internacional independiente y privado de normalización contable.

**Coste histórico:** a efectos contables, la cantidad de dinero en efectivo o de sus equivalentes pagada para adquirir activos o el valor razonable de la contraprestación entregada para adquirirlos en el momento de la adquisición. En el caso de los pasivos, es la cuantía de los recursos percibidos a cambio de la obligación.

**European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG):** grupo del sector privado formado por los usuarios de estados financieros y quienes los elaboran, así como por representantes de la profesión contable y de los organismos nacionales de normalización contable. Proporciona asesoramiento técnico sobre la utilización de las NIC en Europa.

**Grupo de Trabajo Conjunto de los organismos de normalización contable (JWG):** grupo de trabajo formado por representantes del IASB y de varios organismos nacionales de normalización contable para tratar cuestiones de interés común, tales como la valoración de los instrumentos financieros.

**Instrumento financiero:** a efectos contables, cualquier contrato que dé origen a un activo financiero de una empresa y, al mismo tiempo, a un pasivo financiero o instrumento de capital de otra empresa.

**NIC 32:** norma internacional de contabilidad relativa a la presentación y a la información a revelar en el caso de los instrumentos financieros.

**NIC 39:** norma internacional de contabilidad relativa al reconocimiento y a la valoración de los instrumentos financieros.

**Normas Internacionales de Contabilidad (NIC):** normas de contabilidad adoptadas por el IASB.

**Posiciones de balance no negociables:** cartera bancaria que incluye instrumentos financieros mantenidos, en principio, hasta su vencimiento o con fines de inversión a largo plazo.

**Plusvalías latentes:** la diferencia positiva entre el valor económico o el valor de mercado de un activo y su valor contable, que no queda reflejada en los estados financieros.

**Valor razonable:** El importe por el cual podría ser intercambiado un activo, o cancelado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua. En la práctica, el valor razonable es con frecuencia igual al valor de mercado o se estima mediante la utilización de un modelo.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

	<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
<b>I</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
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
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN</b>	
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
<b>3</b>	<b>CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS</b>	
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
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
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
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
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](http://www.ecb.int)) para series de datos más largas y detalladas.

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

---

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(p)	cifra provisional
(d.)	desestacionalizado
(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 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup> Media móvil de 3 meses de M3 (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por sociedades no financieras e inst. financieras no monetarias <sup>1)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,2	3,32	4,92
2003	11,1	8,0	8,0	-	5,0	.	2,33	4,16
2003 I	10,1	7,1	7,6	-	5,0	17,3	2,69	4,16
II	11,4	8,3	8,5	-	4,6	20,5	2,37	3,96
III	11,5	8,5	8,3	-	4,9	22,3	2,14	4,16
IV	11,3	7,9	7,6	-	5,3	.	2,15	4,36
2003 Ago	11,8	8,6	8,3	8,2	5,0	22,5	2,14	4,20
Sep	11,2	8,2	7,6	8,0	4,9	21,8	2,15	4,23
Oct	12,3	8,2	8,1	7,7	5,1	22,5	2,14	4,31
Nov	10,7	7,6	7,4	7,6	5,6	21,5	2,16	4,44
Dic	10,6	7,5	7,1	.	5,4	.	2,15	4,36
2004 Ene	.	.	.	.	.	.	2,09	4,26

### 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	2,1	1,6	.	.	.	80,9	.	8,8
2003 I	2,3	2,4	3,1	0,7	0,8	81,1	0,0	8,7
II	1,9	1,5	3,2	0,1	-0,7	80,8	0,1	8,8
III	2,0	1,2	2,9	0,3	0,0	81,0	0,1	8,8
IV	2,0	1,1	.	.	.	81,0	.	8,8
2003 Ago	2,1	1,3	-	-	-0,2	-	-	8,8
Sep	2,2	1,1	-	-	-0,9	-	-	8,8
Oct	2,0	0,9	-	-	1,5	81,2	-	8,8
Nov	2,2	1,4	-	-	1,2	-	-	8,8
Dic	2,0	1,0	-	-	.	-	-	8,8
2004 Ene	2,0	.	-	-	.	80,7	-	.

### 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	.	.	.	.	306,9	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	-5,4	23,4	3,5	57,4	326,1	101,0	104,7	1,1372
III	16,2	37,3	-12,4	-68,4	332,9	100,2	103,9	1,1248
IV	.	.	.	.	306,9	101,8	106,0	1,1890
2003 Ago	5,4	10,4	-3,4	-35,3	346,8	99,9	103,6	1,1139
Sep	6,9	11,5	-4,8	14,2	332,9	99,5	103,3	1,1222
Oct	10,4	14,5	-10,6	26,7	332,4	101,0	104,8	1,1692
Nov	5,5	9,2	6,5	-4,3	321,9	100,9	104,9	1,1702
Dic	.	.	.	.	306,9	103,7	108,1	1,2286
2004 Ene	.	.	.	.	.	104,7	109,3	1,2613

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

	2004 9 Ene	2004 16 Ene	2004 23 Ene	2004 30 Ene
<b>Oro y derechos en oro</b>	130.344	130.344	130.344	130.344
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	176.437	177.954	176.341	178.264
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	18.385	17.646	18.059	17.122
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	6.532	7.507	7.693	7.588
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	270.399	269.042	279.606	279.024
Operaciones principales de financiación	225.001	224.001	229.001	224.000
Operaciones de financiación a plazo más largo	45.000	45.000	45.000	55.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	366	24	5.587	5
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	32	17	18	19
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	954	1.150	854	1.067
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	62.044	62.204	63.069	63.627
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	42.687	42.672	42.673	42.674
<b>Otros activos</b>	104.169	104.085	104.641	104.682
<b>Total activo</b>	811.951	812.604	823.280	824.392

### 2. Pasivo

	2004 9 Ene	2004 16 Ene	2004 23 Ene	2004 30 Ene
<b>Billetes en circulación</b>	425.220	419.162	415.127	415.623
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	133.708	135.107	134.694	132.129
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	133.606	135.053	134.323	132.115
Facilidad de depósito	102	54	371	13
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	0	1
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	256	256	256	256
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	1.054	1.054	1.054	1.054
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	38.761	42.872	57.443	60.077
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	9.520	9.568	10.803	9.595
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	481	393	411	410
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	12.452	13.419	12.594	13.516
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM</b>	5.757	5.757	5.757	5.757
<b>Otros pasivos</b>	53.572	53.845	53.969	54.802
<b>Cuentas de revalorización</b>	69.141	69.141	69.141	69.141
<b>Capital y reservas</b>	62.029	62.030	62.031	62.032
<b>Total pasivo</b>	811.951	812.604	823.280	824.392

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. Respecto a las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se 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<sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
			Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6
<b>Operaciones principales de financiación</b>						
2003 8 Oct	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
21	101.083	85.000	2,00	2,00	2,01	14
28	165.044	139.000	2,00	2,01	2,02	14
4 Feb	112.763	76.000	2,00	2,01	2,02	14
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>						
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
2004 29 Ene	47.117	25.000	-	2,03	2,04	91

#### 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 <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado		
		1	2	3	4	5	6	7	8
2000 5 Ene <sup>5)</sup>	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 fijos	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 <sup>1)</sup> :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se le aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, a plazo hasta 2 años y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo a más de 2 años y disponibles con preaviso)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2001	10.910,1	6.226,1	389,7	1.315,2	605,1	2.374,0
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003 I	11.229,9	6.117,2	427,4	1.404,1	782,7	2.498,5
II	11.381,7	6.217,9	415,4	1.421,4	781,0	2.545,9
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	11.559,6	6.241,2	423,0	1.451,5	813,2	2.630,7
Dic <sup>(p)</sup>	11.537,7	6.284,9	412,8	1.458,3	759,0	2.622,8

**2. Reservas mantenidas**

Periodo 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	132,8	133,6	0,9	0,0	2,02
9 Mar <sup>(p)</sup>	133,4	.	.	.	.

**3. Liquidez**

Periodo de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez			Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria	
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						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
III	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
2003 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	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 23 Ene <sup>(p)</sup>	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

# 2

## 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	374,1	11,9	132,9
2003 I	1.015,4	411,8	24,1	0,6	387,0	105,4	95,1	0,8	9,5	-	12,5	349,3	11,9	124,5
II	1.074,6	469,3	23,7	0,6	445,0	114,2	103,1	1,1	10,0	-	12,4	334,4	12,0	132,3
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	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
Dic <sup>(p)</sup>	1.086,0	471,3	22,6	0,6	448,0	134,0	122,0	1,2	10,8	-	12,8	317,5	12,6	137,8
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	19.530,2	11.881,0	794,2	6.943,6	4.143,2	2.886,6	1.242,1	1.239,4	405,1	69,0	853,4	2.624,1	157,9	1.058,1
2003 Jul	19.504,2	11.870,1	802,2	6.963,9	4.104,0	2.912,5	1.259,7	1.251,1	401,7	68,4	883,6	2.604,6	158,2	1.006,8
Ago	19.508,0	11.902,3	796,3	6.976,1	4.129,9	2.906,3	1.258,5	1.243,4	404,3	69,6	887,1	2.575,8	158,2	1.008,8
Sep	19.571,5	11.949,6	797,4	6.996,5	4.155,7	2.929,0	1.255,9	1.262,6	410,5	69,4	881,1	2.546,7	158,6	1.037,2
Oct	19.609,9	11.921,9	797,3	7.025,0	4.099,6	2.959,0	1.266,2	1.274,7	418,2	71,2	880,4	2.610,7	158,4	1.008,3
Nov	19.808,5	12.049,7	806,8	7.072,0	4.170,9	2.987,8	1.273,1	1.291,9	422,9	71,6	890,1	2.622,3	158,5	1.028,4
Dic <sup>(p)</sup>	19.793,8	12.118,0	819,4	7.094,8	4.203,7	2.951,0	1.276,1	1.252,4	422,5	67,3	895,5	2.566,1	159,9	1.036,1

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participac. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>1)</sup>	Valores distintos de acciones y participac. <sup>1)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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	1.078,5	419,2	343,1	48,3	20,5	274,3	-	1,6	146,3	28,0	140,2
Dic <sup>(p)</sup>	1.086,0	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	140,1	27,5	142,3
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	10.197,6	106,9	5.954,1	4.136,6	532,9	2.992,8	1.108,7	2.594,1	1.431,8
2003 I	19.184,0	0,0	10.317,0	125,5	5.995,1	4.196,3	617,6	3.045,7	1.115,8	2.665,5	1.422,4
II	19.530,2	0,0	10.540,6	147,6	6.096,1	4.296,9	640,0	3.083,3	1.126,3	2.641,8	1.498,1
2003 Jul	19.504,2	0,0	10.497,3	120,7	6.124,2	4.252,4	653,9	3.116,3	1.132,9	2.649,6	1.454,2
Ago	19.508,0	0,0	10.509,3	113,3	6.127,3	4.268,6	657,3	3.127,2	1.135,4	2.647,2	1.431,6
Sep	19.571,5	0,0	10.565,6	128,9	6.128,0	4.308,7	646,2	3.128,5	1.142,5	2.606,6	1.482,1
Oct	19.609,9	0,0	10.531,5	130,8	6.158,1	4.242,5	653,4	3.172,3	1.142,9	2.657,0	1.452,9
Nov	19.808,5	0,0	10.665,8	132,1	6.203,6	4.330,1	656,3	3.188,0	1.147,5	2.655,9	1.495,0
Dic <sup>(p)</sup>	19.793,8	0,0	10.767,9	132,4	6.271,9	4.363,6	649,0	3.167,3	1.147,3	2.609,3	1.452,9

Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones 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 <sup>1)</sup>	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	7.618,4	836,8	6.781,6	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003 I	14.124,7	7.683,3	828,9	6.854,4	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.894,2	172,7	1.116,0
II	14.383,3	7.762,1	817,9	6.944,2	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.150,0
2003 Jul	14.377,8	7.790,5	825,9	6.964,6	1.758,5	1.355,7	402,8	617,6	2.942,7	170,4	1.098,1
Ago	14.370,3	7.796,7	820,0	6.976,8	1.755,2	1.349,9	405,3	620,6	2.929,9	170,4	1.097,4
Sep	14.412,8	7.818,3	821,1	6.997,1	1.784,6	1.373,0	411,6	616,6	2.888,5	170,8	1.134,0
Oct	14.498,8	7.846,6	821,0	7.025,6	1.805,6	1.386,2	419,4	613,9	2.952,1	170,7	1.109,8
Nov	14.613,7	7.903,2	830,5	7.072,7	1.828,6	1.404,5	424,1	623,7	2.954,7	170,8	1.132,8
Dic <sup>(p)</sup>	14.537,7	7.937,5	842,1	7.095,5	1.798,1	1.374,4	423,7	624,6	2.883,6	172,5	1.121,5
Operaciones											
2001	906,6	365,6	-7,6	373,2	71,5	8,5	62,9	29,8	331,1	8,1	100,8
2002	601,3	299,2	-9,8	309,0	75,9	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003 I	221,0	87,2	-0,3	87,5	63,0	46,4	16,6	0,2	90,3	-3,6	-16,7
II	323,4	98,3	-8,6	106,9	52,0	37,9	14,1	21,2	122,1	-2,5	32,2
2003 Jul	-50,3	27,9	8,0	19,9	10,4	12,8	-2,4	-2,1	-32,3	0,4	-54,6
Ago	-74,3	-0,1	-6,2	6,1	-3,2	-5,0	1,8	2,2	-70,5	0,0	-2,6
Sep	126,8	32,9	1,5	31,4	32,0	24,7	7,3	-4,5	31,3	0,4	34,9
Oct	80,8	29,0	-0,1	29,1	26,2	18,2	8,0	-4,1	51,3	0,0	-21,6
Nov	156,6	62,8	9,7	53,0	19,2	13,7	5,5	9,0	44,1	-0,1	21,6
Dic <sup>(p)</sup>	-1,2	44,4	11,9	32,5	-29,0	-30,0	1,0	1,3	-12,0	1,6	-7,6

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y particip. <sup>2)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>	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	5.969,7	470,5	1.818,4	1.006,4	2.627,0	1.550,9	10,8
2003 I	14.124,7	327,2	176,2	6.011,3	550,8	1.804,3	1.001,0	2.694,2	1.545,7	14,1
II	14.383,3	351,0	200,3	6.115,0	571,0	1.833,7	997,7	2.671,6	1.626,4	16,5
2003 Jul	14.377,8	361,5	173,0	6.140,2	585,5	1.849,6	999,7	2.681,5	1.585,3	1,6
Ago	14.370,3	362,7	163,0	6.143,2	587,7	1.861,3	1.014,3	2.679,9	1.562,3	-4,0
Sep	14.412,8	364,8	183,9	6.145,4	576,8	1.865,1	1.016,5	2.639,0	1.616,5	4,6
Oct	14.498,8	371,3	165,8	6.176,7	582,3	1.898,6	1.014,2	2.689,0	1.591,2	9,8
Nov	14.613,7	379,2	180,4	6.224,1	584,7	1.906,1	1.014,4	2.683,9	1.635,3	5,7
Dic <sup>(p)</sup>	14.537,7	398,1	153,7	6.288,8	581,7	1.882,0	1.003,7	2.636,9	1.595,2	-2,3
Operaciones										
2001	906,6	-116,4	-26,9	385,4	90,9	107,6	81,2	338,4	79,9	-33,5
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,1	39,2	75,8	-39,0	32,7
2003 I	221,0	7,7	32,8	50,8	35,8	24,9	2,6	59,6	-4,5	11,3
II	323,4	23,8	24,1	110,8	19,7	36,8	0,7	25,9	78,9	2,6
2003 Jul	-50,3	11,1	-24,6	-8,4	10,3	14,4	9,8	6,6	-56,5	-12,9
Ago	-74,3	1,2	-10,0	-2,6	2,1	0,7	6,7	-39,1	-28,0	-5,3
Sep	126,8	2,1	20,9	9,9	-8,8	22,5	7,3	11,6	53,3	7,9
Oct	80,8	6,4	-18,0	30,2	5,7	30,1	2,4	40,0	-23,3	7,3
Nov	156,6	7,9	14,6	50,9	-4,3	17,0	4,1	26,1	42,7	-2,4
Dic <sup>(p)</sup>	-1,2	19,0	-26,7	72,0	-2,7	-8,2	-2,2	1,1	-39,6	-13,9

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

## 2.3 Estadísticas monetarias

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

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

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses de M3 (cen- trada)	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 <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2001	2.222,3	2.395,9	4.618,2	789,8	5.408,0	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	48,8
2002	2.439,3	2.474,3	4.913,6	854,5	5.768,1	-	3.994,1	2.073,3	7.724,3	6.781,0	176,0
2003 I	2.484,3	2.518,7	5.003,0	857,8	5.860,7	-	4.005,5	2.120,9	7.788,0	6.846,9	227,3
II	2.528,0	2.560,9	5.088,9	887,8	5.976,7	-	4.031,2	2.143,2	7.913,3	6.913,5	287,7
2003 Jul	2.552,8	2.573,0	5.125,7	901,4	6.027,1	-	4.065,5	2.183,5	7.981,7	6.954,9	264,6
Ago	2.585,4	2.575,1	5.160,5	892,4	6.052,9	-	4.110,7	2.184,6	8.035,2	7.004,7	243,5
Sep	2.597,0	2.571,9	5.168,9	889,3	6.058,2	-	4.109,1	2.204,6	8.049,4	7.007,4	227,9
Oct	2.640,5	2.574,4	5.214,9	914,4	6.129,3	-	4.136,4	2.219,0	8.081,2	7.039,8	238,0
Nov	2.632,0	2.583,2	5.215,2	917,5	6.132,7	-	4.162,4	2.235,4	8.150,6	7.087,6	233,7
Dic <sup>(p)</sup>	2.647,6	2.577,9	5.225,5	917,0	6.142,5	-	4.140,5	2.235,2	8.148,0	7.096,6	210,2
<b>Operaciones</b>											
2001	121,4	158,3	279,7	118,5	398,3	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-9,0
2002	214,6	88,4	303,0	68,7	371,7	-	187,8	37,7	346,7	313,0	165,3
2003 I	69,2	46,5	115,7	-8,0	107,7	-	30,0	17,0	81,6	80,6	94,6
II	59,3	45,7	105,0	27,1	132,1	-	40,3	25,2	130,8	83,6	69,7
2003 Jul	26,5	11,7	38,1	11,1	49,2	-	38,3	39,8	43,1	40,9	-36,3
Ago	30,6	-0,2	30,4	-9,1	21,3	-	25,1	1,7	45,8	43,7	-41,1
Sep	14,8	-0,9	13,9	-0,4	13,5	-	23,8	22,0	25,8	13,7	4,5
Oct	43,1	1,9	45,0	25,2	70,1	-	28,8	19,4	31,2	33,0	7,7
Nov	-6,7	10,9	4,3	-4,1	0,2	-	39,2	12,0	75,4	53,8	5,9
Dic <sup>(p)</sup>	18,1	-2,3	15,7	-0,6	15,1	-	4,8	0,3	8,9	18,8	-12,5
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2001 Dic	5,9	7,1	6,5	17,6	8,0	7,9	4,8	0,1	6,7	6,1	-9,0
2002 Dic	9,7	3,7	6,6	8,7	6,9	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	165,3
2003 Mar	11,7	4,7	8,0	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	228,7
Jun	11,4	5,7	8,4	8,7	8,5	8,6	5,1	3,7	5,2	4,6	247,5
2003 Jul	11,5	5,9	8,6	9,4	8,7	8,5	5,3	4,9	5,6	4,9	208,8
Ago	11,8	5,6	8,6	6,3	8,3	8,2	5,3	5,1	5,6	5,0	161,1
Sep	11,2	5,2	8,2	4,5	7,6	8,0	5,4	5,6	5,5	4,9	163,2
Oct.	12,3	4,4	8,2	7,6	8,1	7,7	5,8	6,7	5,5	5,1	142,9
Nov	10,7	4,7	7,6	6,1	7,4	7,6	6,1	7,1	6,0	5,6	124,9
Dic <sup>(p)</sup>	10,6	4,6	7,5	4,8	7,1	.	5,8	6,6	5,7	5,4	92,5

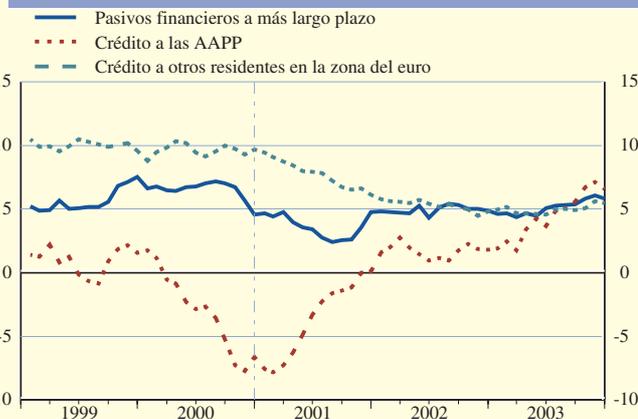
#### C1 Agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



#### C2 Contrapartidas

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 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.
- 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	1.988,9	1.089,9	1.306,0	231,5	412,4	145,9	1.621,4	113,7	1.166,8	995,3
2002	333,0	2.106,2	1.079,5	1.394,9	239,9	486,9	127,7	1.697,1	103,7	1.186,9	1.006,4
2003 I	331,9	2.152,3	1.071,6	1.447,1	209,4	549,1	99,4	1.702,8	100,2	1.203,3	999,2
II	347,1	2.180,9	1.074,2	1.486,7	220,9	569,2	97,6	1.730,8	96,2	1.211,1	993,1
2003 Jul	355,2	2.197,6	1.067,9	1.505,1	227,3	582,8	91,2	1.754,7	94,0	1.220,4	996,4
Ago	359,6	2.225,8	1.058,8	1.516,3	222,4	581,2	88,9	1.774,1	92,1	1.228,9	1.015,6
Sep	366,9	2.230,1	1.051,4	1.520,5	215,6	582,0	91,7	1.773,3	90,9	1.231,1	1.013,9
Oct	371,7	2.268,7	1.046,3	1.528,1	225,4	587,5	101,6	1.794,6	91,2	1.236,5	1.014,2
Nov	379,7	2.252,3	1.047,2	1.536,0	227,7	588,7	101,0	1.801,3	90,7	1.247,5	1.022,9
Dic <sup>(p)</sup>	388,7	2.258,9	1.043,3	1.534,6	220,1	601,8	95,0	1.794,1	90,5	1.252,7	1.003,2
Operaciones											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,8	-2,1	110,0	-10,6	-2,4	81,3
2002	99,6	115,0	0,0	88,4	9,6	72,1	-13,0	117,9	-10,0	41,0	39,0
2003 I	20,9	48,2	-5,9	52,5	-21,7	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
II	15,2	44,1	5,9	39,9	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,1
2003 Jul	8,7	17,8	-6,6	18,3	6,7	9,4	-5,0	21,0	-2,2	8,4	11,0
Ago	4,4	26,1	-11,2	11,0	-5,0	-1,7	-2,3	8,4	-1,9	7,3	11,3
Sep	7,3	7,6	-5,4	4,5	-5,7	2,9	2,4	18,3	-1,2	3,2	3,4
Oct	4,8	38,2	-5,6	7,5	9,8	5,7	9,7	18,2	0,3	5,4	5,0
Nov	8,0	-14,6	2,8	8,1	1,3	-5,5	0,2	15,5	-0,4	11,6	12,6
Dic <sup>(p)</sup>	9,1	9,0	-1,2	-1,1	-7,6	13,4	-6,4	9,2	-0,2	6,9	-11,1
Tasas de crecimiento											
2001 Dic	-32,4	13,5	6,8	7,3	12,5	28,9	-1,5	7,2	-8,5	-0,2	8,9
2002 Dic	42,7	5,8	0,0	6,8	4,2	17,4	-9,4	7,3	-8,8	3,5	4,0
2003 Mar	39,7	8,1	0,0	8,5	0,9	16,5	-11,3	6,6	-8,2	4,0	2,5
Jun	31,9	8,6	-0,5	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,6
2003 Jul	30,3	8,8	-1,0	11,4	1,6	18,1	-12,4	7,5	-12,6	4,3	4,5
Ago	28,8	9,4	-1,9	11,6	-2,8	15,4	-15,4	7,5	-14,3	4,8	4,3
Sep	27,8	8,9	-2,5	11,4	-6,7	14,4	-15,5	8,0	-15,2	4,8	4,0
Oct	26,1	10,3	-4,0	11,0	-0,3	15,0	-8,4	8,7	-14,4	5,1	4,1
Nov	26,3	8,4	-3,0	10,7	1,5	10,8	-6,4	8,8	-13,7	5,4	4,3
Dic <sup>(p)</sup>	25,0	8,4	-2,5	10,1	-4,7	11,6	-9,6	8,9	-12,7	5,4	3,1

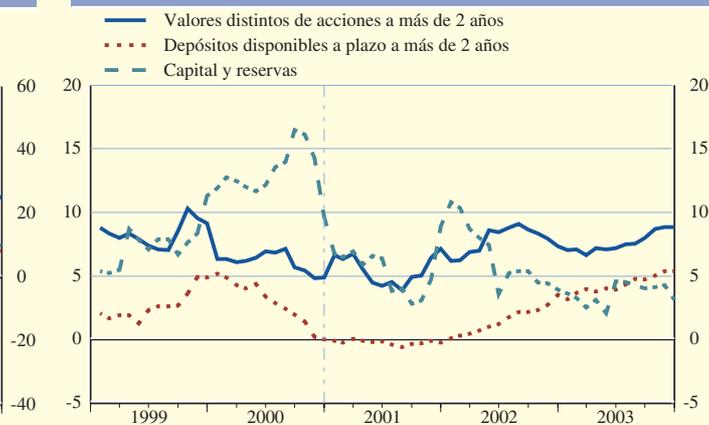
#### C3 Componentes de los agregados monetarios

(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 IFM<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>		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	44,3	28,3	478,3	295,0	3.017,3	973,2	518,8	1.525,3
Oct	49,8	33,8	479,7	294,2	3.020,2	962,5	522,6	1.535,0
Nov	49,1	33,1	497,1	313,8	3.035,7	966,2	525,3	1.544,2
Dic <sup>(p)</sup>	35,9	22,4	502,8	313,9	3.042,3	959,8	528,6	1.553,8
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	35,9	12,5	-2,7	26,1
2003 Jul	3,9	1,5	-6,9	-12,3	-1,1	-12,8	5,6	6,1
Ago	-4,7	-4,6	-3,1	-4,4	2,7	-9,7	4,9	7,5
Sep	0,4	0,1	11,3	8,0	1,0	-3,5	-0,4	4,9
Oct	5,5	5,5	1,2	-1,0	2,7	-10,7	3,7	9,7
Nov	-0,9	-0,9	18,9	20,4	18,8	5,1	2,8	10,8
Dic <sup>(p)</sup>	-13,1	-10,6	9,7	2,6	10,4	-4,1	3,4	11,0
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	1,9	-2,3	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	10,4	-5,9	6,0	2,3	3,6	-0,9	4,4	6,4
2003 Dic <sup>(p)</sup>	13,9	14,1	10,9	7,8	3,5	-1,0	3,8	6,3

### 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 IFM<sup>1)</sup>

(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 hogares<sup>2)</sup>

	Total	Crédito al consumo			Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	517,0	105,1	178,3	233,6	2.181,9	23,3	65,8	2.092,8	622,8	153,9	99,7	369,2
2003 I	3.349,9	492,6	111,3	176,6	204,7	2.218,3	16,1	68,1	2.134,1	639,0	144,9	94,9	399,2
II	3.404,1	500,2	114,8	179,2	206,1	2.259,0	16,6	68,5	2.173,9	644,9	145,2	92,6	407,0
2003 Jul	3.427,9	501,6	113,0	180,4	208,3	2.281,7	16,3	69,3	2.196,1	644,6	140,8	93,1	410,7
Ago	3.439,8	485,7	108,1	178,1	199,5	2.296,4	16,5	69,7	2.210,3	657,7	141,7	94,1	421,8
Sep	3.456,6	476,4	109,6	178,4	188,5	2.306,3	16,9	70,1	2.219,3	673,9	144,3	97,0	432,6
Oct	3.475,3	480,1	110,4	179,4	190,3	2.325,0	16,7	70,9	2.237,3	670,3	141,8	96,7	431,9
Nov	3.490,1	478,6	107,5	180,6	190,6	2.335,8	15,9	70,8	2.249,2	675,7	144,3	96,3	435,1
Dic <sup>(p)</sup>	3.513,8	483,5	110,8	181,9	190,8	2.354,0	16,2	67,0	2.270,8	676,3	144,9	96,3	435,1
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	19,7	6,1	4,8	8,7	156,2	0,7	2,8	152,7	8,9	-1,8	1,8	8,9
2003 I	35,2	-5,0	6,2	-3,2	-8,1	36,8	-7,1	2,5	41,3	3,4	-6,5	-2,3	12,2
II	58,2	7,8	1,7	4,5	1,6	44,0	0,4	-0,2	43,8	6,4	2,8	-2,9	6,4
2003 Jul	24,0	2,7	-1,9	1,5	3,2	22,3	-0,2	0,8	21,7	-1,0	-3,9	0,1	2,8
Ago	11,2	-3,0	-1,5	-0,9	-0,5	14,3	0,2	0,4	13,7	-0,1	-2,6	-0,4	2,9
Sep	18,7	3,5	2,5	1,6	-0,6	11,6	0,4	0,4	10,8	3,6	2,1	1,5	0,0
Oct	19,6	3,2	0,8	1,0	1,4	18,3	-0,2	0,9	17,7	-1,9	-2,6	-0,3	0,9
Nov	16,4	-1,1	-2,9	1,3	0,4	11,5	-0,7	-0,2	12,4	6,1	2,8	-0,3	3,6
Dic <sup>(p)</sup>	25,6	6,3	3,5	1,4	1,4	18,1	0,4	-3,8	21,5	1,2	1,1	0,0	0,1
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	3,9	5,9	2,8	3,9	7,7	2,9	4,6	7,9	1,4	-1,2	1,8	2,4
2003 Mar	5,8	3,1	17,0	0,3	-0,7	7,5	-29,5	9,2	7,9	2,5	-4,3	-0,3	6,2
Jun	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,5	7,3	-29,4	8,9	7,7	1,3	-6,9	-5,9	6,7
Sep	5,8	2,3	12,4	2,6	-2,2	7,5	-30,1	11,3	7,8	2,7	-6,0	-1,5	7,3
2003 Dic <sup>(p)</sup>	6,3	3,1	8,1	4,1	-0,2	7,8	-35,5	0,1	8,6	3,6	-4,5	-4,5	9,1

### 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 IFM<sup>1)</sup>

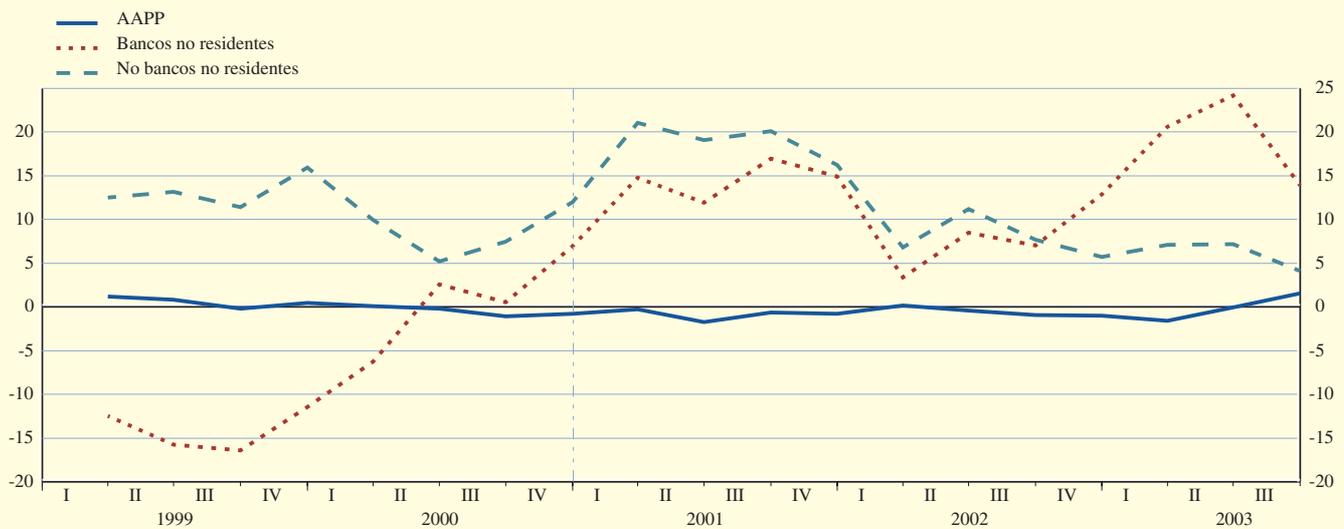
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 <sup>(p)</sup>	797,4	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 <sup>(p)</sup>	3,3	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 <sup>(p)</sup>	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 IFM<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
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	535,6	59,6	39,2	414,8	3,0	0,6	18,3	526,4	165,4	133,5	119,6	8,1	0,1	99,6
II	537,6	62,1	38,1	412,1	2,6	0,3	22,3	546,6	176,6	132,6	129,8	9,5	0,1	98,0
2003 Jul	535,6	53,6	39,6	418,5	2,8	0,3	20,8	541,4	167,3	131,7	128,2	9,5	0,1	104,6
Ago	534,9	49,6	40,2	423,0	2,9	0,3	19,0	539,2	163,5	132,1	129,8	8,9	0,1	104,9
Sep	532,4	55,7	33,0	422,1	2,7	0,3	18,6	540,2	172,9	125,2	129,2	9,2	0,1	103,5
Oct	533,8	50,9	37,8	423,6	2,9	0,3	18,3	555,7	170,8	127,7	130,5	10,0	0,1	116,5
Nov	533,3	50,4	36,7	423,8	2,8	0,3	19,3	562,2	172,0	129,5	134,2	9,7	0,1	116,6
Dic <sup>(p)</sup>	542,6	57,9	41,8	420,8	2,6	0,3	19,1	558,7	175,8	129,7	138,6	10,0	0,1	104,5
Operaciones														
2001	15,8	7,6	-	-	-	-	-1,1	16,2	3,6	-	-	-	-	10,3
2002	27,4	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003 I	12,3	3,9	-6,7	14,6	0,3	-0,1	0,5	42,2	13,4	8,4	18,9	1,7	0,0	11,0
II	2,3	2,7	-1,0	-2,9	-0,4	0,0	3,9	22,6	12,2	-0,2	10,8	1,5	0,0	-1,6
2003 Jul	-2,2	-8,5	1,4	6,2	0,2	0,0	-1,5	-5,1	-9,4	-0,9	-1,7	0,0	0,0	7,0
Ago	-2,0	-4,2	0,5	3,6	0,1	0,0	-2,0	-4,3	-4,9	0,3	0,7	-0,7	0,0	0,3
Sep	-2,4	6,2	-7,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,4	2,2	10,6	-7,5	0,2	0,4	0,0	-1,5
Oct	1,4	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,3	15,2	-2,2	2,5	1,2	0,8	0,0	13,0
Nov	-0,2	-0,4	-1,0	0,2	-0,1	0,0	1,1	8,1	1,8	2,1	4,2	-0,2	0,0	0,1
Dic <sup>(p)</sup>	9,6	7,6	5,3	-3,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,5	4,7	0,8	5,8	0,4	0,0	-12,1
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	14,1	9,1	-	-	-	-	16,3
Sep	4,9	11,5	-	-	-	-	27,8	10,9	11,1	-	-	-	-	8,8
2003 Dic <sup>(p)</sup>	3,5	4,2	-8,3	4,8	-4,2	-12,5	3,5	19,2	17,2	4,2	39,9	60,7	-	17,1

### 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 IFM<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		
															1
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	1.018,6	603,3	282,1	65,7	36,4	1,5	29,5	3.901,7	1.257,4	555,1	586,7	1.357,6	88,6	56,3	
Oct	1.027,5	601,4	290,6	66,8	36,9	1,5	30,3	3.905,6	1.260,7	552,0	587,9	1.360,3	88,7	56,0	
Nov	1.043,9	616,3	289,1	70,1	37,6	1,5	29,3	3.928,6	1.283,5	547,7	587,8	1.365,1	88,9	55,6	
Dic <sup>(p)</sup>	1.055,0	632,9	282,1	70,4	38,1	1,5	30,0	3.976,6	1.296,8	545,7	601,1	1.390,2	89,9	52,9	
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	-42,5	26,0	41,5	-5,0	-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	18,4	24,0	-7,8	0,8	-0,1	0,1	1,5	-7,4	1,1	-3,6	0,5	0,0	-0,7	-4,7	
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	17,1	15,8	-0,7	3,3	0,8	0,0	-2,1	24,0	23,0	-3,6	0,0	4,9	0,2	-0,4	
Dic <sup>(p)</sup>	13,6	17,8	-6,0	0,5	0,6	0,0	0,7	49,5	13,7	-1,0	13,4	25,2	1,0	-2,7	
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	8,6	8,7	-	-	-	-	-14,8	4,0	8,2	-	-	-	-	-28,2	
2003 Dic <sup>(p)</sup>	6,4	7,0	22,4	-32,8	29,7	50,0	-12,4	3,6	7,9	-12,0	7,1	9,1	-13,2	-29,2	

### 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 IFM<sup>1)</sup>

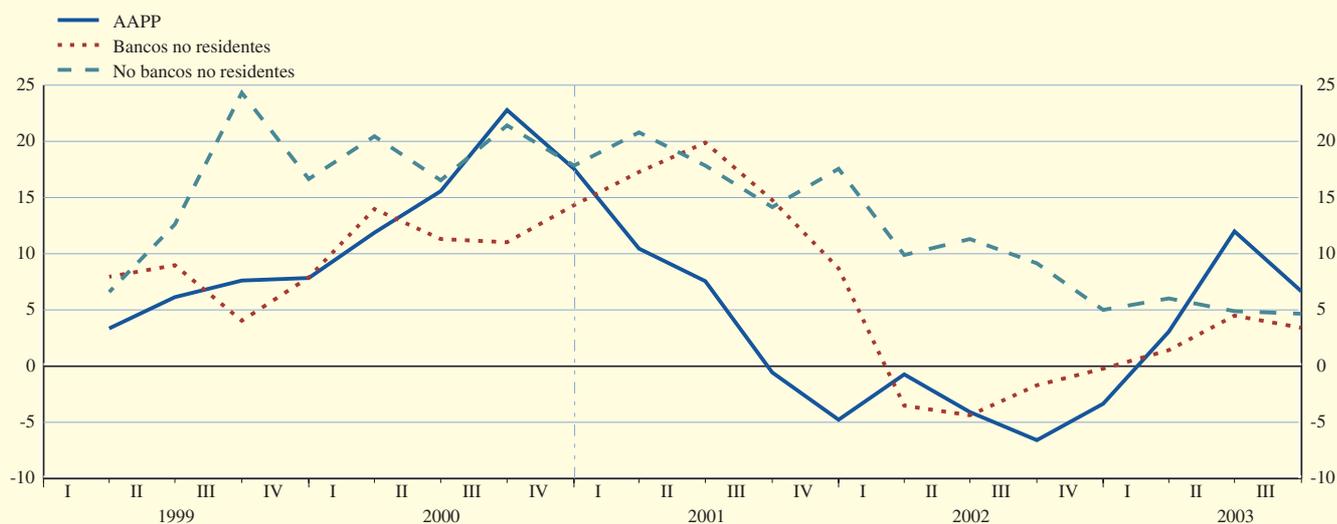
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>2)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	2.292,1	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 <sup>(p)</sup>	264,1	128,9	32,2	64,3	38,7	2.257,1	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 <sup>(p)</sup>	-23,4	-16,0	-2,0	-0,3	-5,0	-5,6	-13,4	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 <sup>(p)</sup>	6,7	18,9	-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 IFM<sup>1)</sup>

(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	1.119,5	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	3.501,5	1.182,6	59,5	1.223,2	16,1	386,8	18,3	614,8	1.028,2	267,3	586,1	174,8
2003 Jul	3.537,3	1.199,4	60,3	1.234,4	16,7	382,5	19,2	624,9	1.062,4	274,0	609,6	178,9
Ago	3.542,1	1.199,3	59,2	1.226,3	17,1	384,8	19,5	635,8	1.070,1	274,5	612,6	183,0
Sep	3.553,7	1.198,2	57,7	1.245,9	16,7	391,3	19,2	624,7	1.060,7	272,6	608,6	179,6
Oct	3.595,4	1.207,1	59,0	1.258,4	16,2	398,9	19,2	636,4	1.062,6	274,7	605,7	182,1
Nov	3.626,8	1.214,2	58,9	1.275,7	16,1	403,9	19,0	639,0	1.069,5	274,9	615,2	179,4
Dic <sup>(p)</sup>	3.579,4	1.219,0	57,1	1.236,8	15,6	403,7	18,8	628,4	1.069,5	279,3	616,2	174,0
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	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	13,9	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
2003 Jul	31,4	15,4	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	31,9	-1,0	0,2	20,8	0,3	6,7	0,5	4,5	-9,3	-2,0	-4,6	-2,7
Oct	44,5	10,0	0,8	16,8	-0,6	7,9	0,0	9,6	-1,8	1,2	-4,2	1,2
Nov	38,2	6,7	1,0	11,9	0,4	5,1	0,4	12,7	6,6	-0,6	9,0	-1,8
Dic <sup>(p)</sup>	-31,0	4,2	-0,3	-38,9	-0,1	0,4	0,6	3,2	-4,5	0,0	1,3	-5,8
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	4,3	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,1	-0,1	5,8	-0,5
2003 Jul	8,3	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	6,4	-11,8	5,8	5,5	16,4	19,7	14,4	5,3	4,0	6,2	4,3
Sep	8,3	6,0	-8,3	6,6	8,4	15,3	18,5	13,9	5,1	3,3	6,3	3,9
Oct	9,9	6,8	3,9	8,4	5,4	16,8	11,2	16,1	3,3	3,1	3,6	2,8
Nov	9,7	5,9	1,7	9,0	8,9	17,1	12,9	15,4	3,4	2,6	4,7	0,3
Dic <sup>(p)</sup>	9,9	8,3	7,0	7,0	5,9	14,1	11,3	17,1	2,1	2,0	4,1	-4,1

## 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 IFM<sup>1)</sup>**

(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	-1,2	-0,3	0,0	-0,9
2003 Jul	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Ago	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-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	-0,3
Oct	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
Nov	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4
Dic <sup>(p)</sup>	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,4	0,0	-0,4

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2001	-10,6	-0,8	-5,4	-4,4	-1,0	-	-
2002	-9,2	-1,8	-2,7	-4,7	-7,2	-	-
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	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Sep	-1,0	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
Oct	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Nov	-1,0	-0,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Dic <sup>(p)</sup>	-1,7	-0,9	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	8,3	-6,8	-4,7	0,7	-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	0,8	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	-1,5	0,4	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,4	0,8	0,5	-0,9
Dic <sup>(p)</sup>	-0,4	0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,8	2,2	2,2	-0,3	0,4

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,0	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003 I	4.196,3	90,5	9,5	6,1	0,7	1,5	0,8	6.120,7	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
II	4.296,9	91,0	9,0	5,8	0,6	1,4	0,8	6.243,3	97,0	3,0	1,8	0,3	0,2	0,4
III <sup>(p)</sup>	4.308,7	91,0	9,0	5,6	0,5	1,4	0,9	6.256,9	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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	3.139,0	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003 I	3.197,3	85,2	14,8	8,1	1,6	1,6	2,3
II	3.228,8	85,6	14,4	8,1	1,4	1,6	2,1
III <sup>(p)</sup>	3.263,9	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 IFM<sup>1)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	Bancos <sup>2)</sup>							No bancos						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 <sup>(p)</sup>	4.155,7	-	-	-	-	-	7.793,9	96,4	3,6	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 <sup>(p)</sup>	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 <sup>2)</sup>							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2001	1.122,9	95,2	4,8	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	1.242,1	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 <sup>(p)</sup>	1.255,9	95,4	4,6	1,6	0,5	0,3	1,1	1.673,1	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 <sup>(p)</sup>	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 euro<sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta un año	Más de un año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 II	3.034,1	242,8	1.312,6	75,4	1.237,1	1.056,1	215,2	108,0	99,4
III	2.846,2	236,7	1.337,4	74,3	1.263,0	844,8	203,4	121,0	102,9
IV	2.862,4	242,1	1.335,1	72,0	1.263,1	853,2	203,1	122,4	106,6
2003 I	2.748,8	217,1	1.331,8	70,6	1.261,2	767,3	205,8	118,6	108,2
II	2.959,5	232,5	1.382,7	67,1	1.315,6	880,9	224,5	120,7	118,3
III <sup>(p)</sup>	3.083,0	248,3	1.404,8	65,2	1.339,6	931,3	234,3	125,3	138,9

### 2. Pasivo

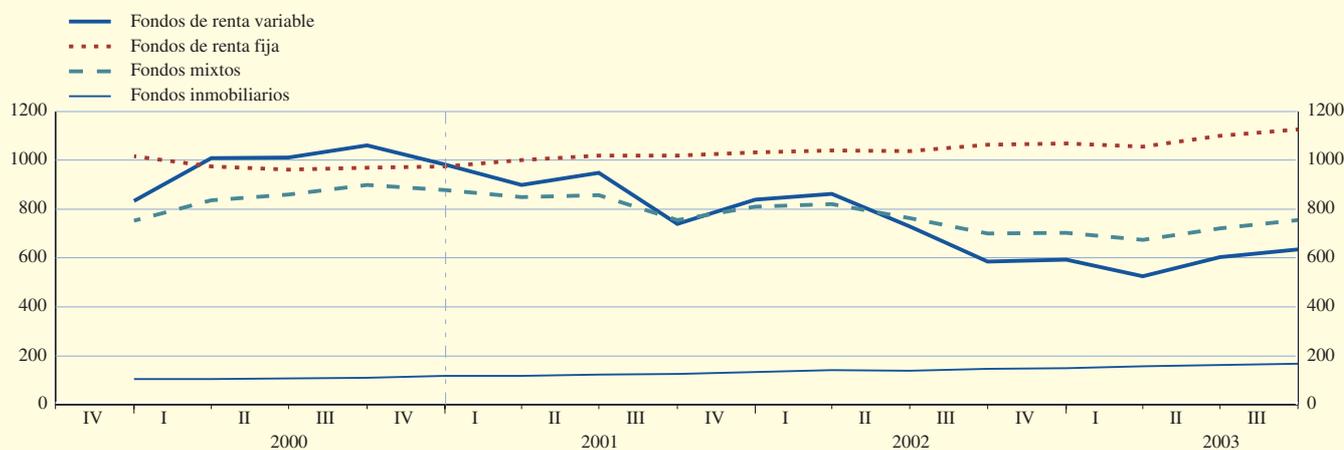
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2002 II	3.034,1	39,1	2.919,5	75,5
III	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
IV	2.862,4	40,2	2.745,2	76,9
2003 I	2.748,8	41,1	2.629,3	78,5
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III <sup>(p)</sup>	3.083,0	43,2	2.915,1	124,7

### 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 II	3.034,1	728,7	1.037,1	762,6	139,2	366,5	2.262,1	772,0
III	2.846,2	585,2	1.063,3	699,9	145,6	352,2	2.092,0	754,2
IV	2.862,4	593,9	1.068,2	701,6	149,5	349,2	2.089,5	772,9
2003 I	2.748,8	525,9	1.054,1	675,3	155,9	337,7	1.977,5	771,4
II	2.959,5	603,3	1.099,5	720,8	161,5	374,4	2.140,4	819,1
III <sup>(p)</sup>	3.083,0	635,4	1.127,0	754,2	166,6	399,7	2.248,0	835,0

## C12 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Fondos de renta variable</b>									
2002 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	30,2	2,8	27,5	438,6	16,5	-	16,1
II	603,3	27,9	31,6	2,9	28,7	506,5	18,5	-	18,8
III <sup>(p)</sup>	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
<b>Fondos de renta fija</b>									
2002 II	1.037,1	75,9	882,2	38,5	843,8	33,2	10,8	-	34,9
III	1.063,3	78,3	902,1	37,2	865,0	32,7	11,6	-	38,5
IV	1.068,2	83,9	902,8	36,6	866,2	31,9	12,3	-	37,2
2003 I	1.054,1	77,5	899,8	35,8	864,0	26,6	18,6	-	31,5
II	1.099,5	82,4	927,8	33,0	894,8	31,1	20,9	-	37,3
III <sup>(p)</sup>	1.127,0	93,6	934,6	30,7	904,0	29,2	21,7	-	47,9
<b>Fondos mixtos</b>									
2002 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	300,8	21,8	278,9	209,9	83,7	0,7	29,9
II	720,8	49,4	311,9	20,9	291,0	237,0	91,9	0,3	30,3
III <sup>(p)</sup>	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
<b>Fondos inmobiliarios</b>									
2002 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	149,5	11,0	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	161,5	16,5	9,0	0,6	8,5	0,7	9,1	119,8	6,3
III <sup>(p)</sup>	166,6	16,1	8,9	0,6	8,4	0,8	9,5	124,3	6,9

### 2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
<b>Fondos abiertos al público</b>							
2002 II	2.262,1	199,2	915,7	818,4	166,7	96,1	66,0
III	2.092,0	187,9	917,6	654,4	156,0	107,9	68,2
IV	2.089,5	190,9	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	71,1
II	2.140,4	181,5	912,3	691,7	168,3	104,3	82,3
III <sup>(p)</sup>	2.248,0	198,9	927,5	736,5	176,6	107,9	100,5
<b>Fondos de inversión especiales</b>							
2002 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	819,1	51,0	470,4	189,2	56,1	16,5	36,0
III <sup>(p)</sup>	835,0	49,4	477,3	194,8	57,7	17,4	38,4

Fuente: BCE.



## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

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

	Total		Efectivo y depósitos								Pro memoria: Depósitos de los sectores no bancarios en entidades de crédito fuera de la zona del euro	
	1	2	Efectivo	Depósitos de los sectores no financieros distintos de la Administración Central en las IFM de la zona del euro				Depósitos de la Admin. Central en las IFM de la zona del euro	Depósitos en las no IFM <sup>1)</sup>	10		11
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso					
	3	4	5	6	7	8						
<b>Saldos vivos</b>												
2002 I	15.141,2	5.360,8	236,7	4.774,3	1.692,3	1.604,8	1.358,1	119,1	157,5	192,3	301,7	
II	14.811,9	5.438,1	261,2	4.827,6	1.759,9	1.593,8	1.356,2	117,6	155,0	194,3	278,1	
III	14.346,9	5.448,4	278,4	4.827,5	1.757,3	1.585,8	1.365,7	118,8	146,3	196,1	289,0	
IV	14.623,3	5.607,9	309,2	4.951,7	1.846,7	1.581,4	1.411,7	111,9	136,4	210,7	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	5.751,2	319,1	5.029,8	1.899,2	1.560,8	1.475,1	94,7	200,3	202,1	329,6	
<b>Operaciones</b>												
2002 I	165,8	-9,8	8,5	-40,2	-53,2	-4,1	14,8	2,3	19,0	2,9	2,7	
II	169,5	97,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	2,1	-10,0	
III	155,7	7,2	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	1,8	9,1	
IV	187,3	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1	
2003 I	174,9	41,9	7,7	-3,3	-28,4	-10,6	41,5	-5,7	32,8	4,8	32,1	
II	228,4	136,2	23,8	86,0	84,0	-8,6	22,0	-11,4	24,1	2,4	11,4	
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2002 I	4,7	4,7	-26,2	6,7	13,3	0,3	7,0	5,8	5,1	14,0	9,0	
II	4,6	4,7	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	13,8	3,3	
III	4,9	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	14,0	5,3	
IV	4,5	4,9	33,8	3,5	5,7	0,1	5,3	-3,9	-4,2	11,3	4,0	
2003 I	4,5	5,9	33,9	4,3	7,4	-0,3	7,2	-10,6	5,1	12,0	13,7	
II	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	12,1	22,5	

	Valores distintos de acciones			Acciones <sup>2)</sup>				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las 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
<b>Saldos vivos</b>										
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
<b>Operaciones</b>										
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
<b>Tasas de crecimiento</b>										
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 <sup>1)</sup>			
		De las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2002 I	16.240,6	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	15.924,6	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	15.364,9	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	15.609,3	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	16.112,1	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
<b>Operaciones</b>													
2002 I	178,2	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	187,4	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	110,0	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	143,9	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	247,1	81,6	66,2	-0,6	8,0	-8,6	42,5	15,7	26,7	39,7	-7,6	47,4	6,6
II	239,1	116,2	85,4	-10,3	3,3	-13,6	56,0	29,6	26,4	70,4	4,9	65,5	2,4
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	3,8	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	-1,0	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
<b>Saldos vivos</b>										
2002 I	4.433,3	3.907,8	446,6	3.461,2	525,5	144,7	380,8	3.551,9	189,2	256,0
II	4.529,8	4.008,8	481,6	3.527,2	521,0	130,0	391,0	3.040,1	191,3	259,3
III	4.666,4	4.130,6	479,9	3.650,7	535,9	137,0	398,8	2.293,2	193,0	263,1
IV	4.677,0	4.134,7	480,0	3.654,7	542,3	143,8	398,5	2.398,1	207,5	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
<b>Operaciones</b>										
2002 I	102,9	94,1	21,7	72,4	8,9	5,2	3,7	9,3	2,9	3,3
II	61,3	62,1	33,9	28,2	-0,8	-14,5	13,7	7,5	2,1	3,3
III	56,2	46,2	-0,9	47,1	10,0	7,1	2,9	5,5	1,7	3,8
IV	3,0	-0,6	-8,4	7,8	3,6	6,7	-3,1	1,7	14,5	2,5
2003 I	157,4	128,8	50,0	78,8	28,6	22,1	6,6	-0,2	4,9	3,4
II	101,0	82,0	33,8	48,1	19,0	-2,3	21,3	16,2	2,4	3,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2002 I	5,8	4,6	4,5	4,6	16,2	27,2	12,5	1,7	13,9	4,6
II	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,6	11,8	0,9	14,1	4,7
III	5,2	5,0	7,3	4,7	7,1	-2,1	10,7	1,2	14,1	4,9
IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,2	3,2	4,5	0,7	11,4	5,2
2003 I	6,3	6,0	16,7	4,7	7,9	14,8	5,3	0,4	12,2	5,1
II	7,0	6,4	15,5	5,2	11,7	25,8	7,1	0,8	12,3	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												
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	3.621,4	537,6	62,1	450,3	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 <sup>1)</sup>				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro		Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Particip. en fondos del mercado monetario			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	
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 <sup>1)</sup>	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2.154,3	0,9	581,3	329,8	519,1	485,1	227,0	11,1

	Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>				Pasivos netos contraídos							
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
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	497,3	1.496,2	-1.011,4	12,4	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 <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	215,7	771,8	-554,5	626,9	101,2	40,1	142,1	246,5	85,0	581,2	757,5	102,4	324,0	319,6
2002	180,3	758,3	-574,5	368,1	19,2	15,6	46,7	264,7	122,6	630,0	425,8	21,7	204,9	185,4

#### 3. Hogares<sup>5)</sup>

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto <sup>4)</sup>		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	3.789,9	17,1
1997	165,9	377,9	-213,1	425,7	70,4	-19,0	193,7	215,8	423,0	617,3	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	187,8	419,0	-233,6	471,6	119,2	-24,1	189,7	247,6	391,7	582,6	267,6	266,1	4.089,0	14,2
2000	196,7	442,9	-242,8	419,3	65,6	42,0	114,1	247,0	394,2	597,4	221,8	220,1	4.277,8	14,0
2001	190,9	457,7	-263,9	402,5	175,3	86,6	59,4	223,7	424,0	653,5	169,4	167,5	4.576,1	14,3
2002	181,1	462,9	-276,7	488,0	219,7	66,1	-4,2	214,2	458,3	704,3	210,8	208,6	4.739,2	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

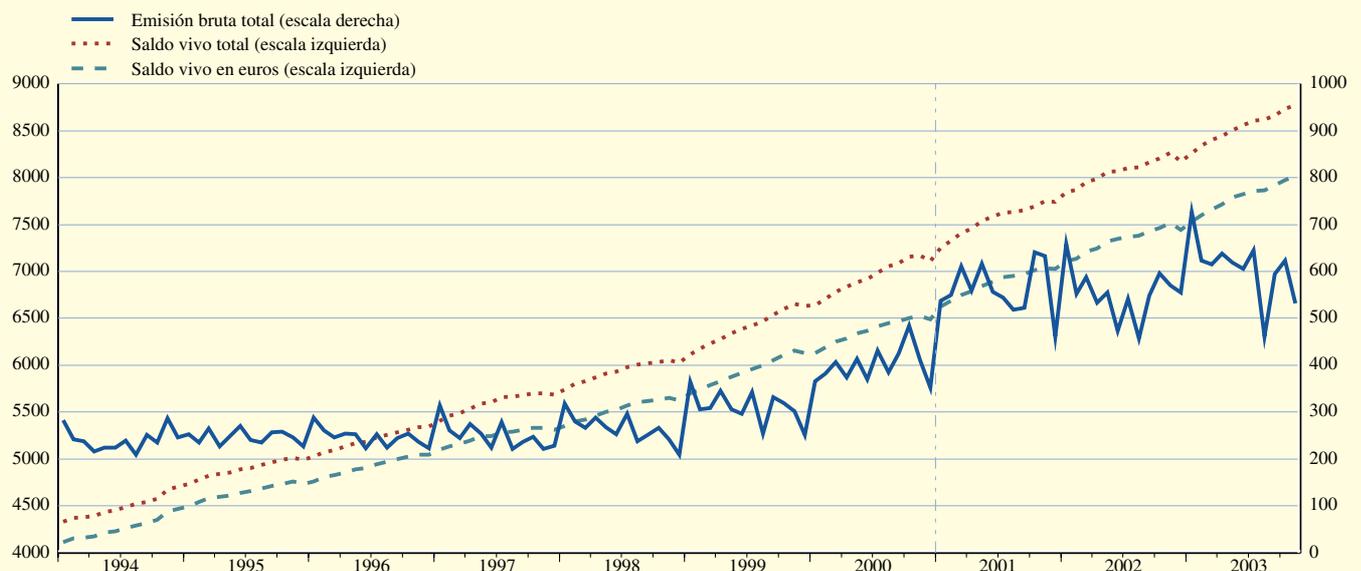
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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 <sup>1)</sup>				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Total</b>												
2002 Nov	8.545,2	562,0	508,7	53,3	8.264,9	569,5	510,2	59,3	90,9	93,7	94,0	54,0
2002 Dic	8.494,9	566,5	614,7	-48,2	8.167,9	555,4	631,6	-76,2	91,1	94,4	93,9	-68,8
2003 Ene	8.579,6	717,0	632,0	85,0	8.257,6	726,8	624,5	102,3	91,2	93,1	94,5	86,7
2003 Feb	8.662,8	627,5	544,5	83,0	8.338,2	622,5	541,5	81,0	91,1	93,3	94,7	68,2
2003 Mar	8.766,2	641,8	538,6	103,2	8.399,9	614,7	547,2	67,5	91,2	94,3	94,9	60,5
2003 Abr	8.808,2	635,9	593,7	42,2	8.443,0	638,3	582,2	56,1	91,3	94,3	94,2	53,2
2003 May	8.902,8	624,5	529,1	95,4	8.502,1	618,8	536,3	82,5	91,6	93,4	93,6	75,8
2003 Jun	8.985,0	636,7	554,8	81,9	8.557,0	606,1	563,4	42,7	91,5	93,8	94,0	38,9
2003 Jul	9.017,4	648,6	616,8	31,9	8.604,6	644,7	601,8	42,9	91,3	93,1	94,4	32,5
2003 Ago	9.022,9	470,6	465,7	5,0	8.617,7	461,7	463,8	-2,2	91,2	93,9	92,7	4,0
2003 Sep	9.114,1	616,1	524,0	92,1	8.662,2	594,0	530,0	64,0	91,4	93,4	94,3	55,2
2003 Oct	.	.	.	.	8.732,6	623,6	559,3	64,3	91,3	93,9	94,9	54,6
2003 Nov	.	.	.	.	8.768,7	532,5	488,4	44,1	91,5	93,2	92,6	44,3
<b>Largo plazo</b>												
2002 Nov	7.750,0	133,1	102,1	30,9	7.431,7	133,1	96,3	36,9	91,1	89,7	93,5	29,4
2002 Dic	7.730,4	155,2	173,6	-18,4	7.381,5	148,6	179,5	-30,9	91,4	92,2	90,7	-25,9
2003 Ene	7.778,7	180,4	132,8	47,7	7.414,2	179,9	135,0	44,9	91,4	87,1	93,0	31,1
2003 Feb	7.831,0	172,5	120,9	51,6	7.469,4	164,8	111,9	52,9	91,3	88,6	92,2	42,8
2003 Mar	7.901,4	175,2	105,2	70,1	7.521,7	162,4	105,9	56,4	91,3	90,2	90,3	50,9
2003 Abr	7.942,1	165,3	125,1	40,2	7.548,0	160,6	125,0	35,5	91,4	90,8	92,6	30,1
2003 May	8.030,0	186,7	98,7	88,0	7.601,8	174,7	99,7	75,0	91,7	92,2	90,5	70,8
2003 Jun	8.101,3	185,2	114,5	70,7	7.676,7	170,7	108,1	62,6	91,6	91,0	92,2	55,6
2003 Jul	8.153,1	197,6	146,5	51,2	7.725,1	184,9	140,8	44,1	91,4	88,1	95,0	29,2
2003 Ago	8.165,4	86,5	75,6	10,9	7.751,5	79,1	69,9	9,2	91,2	88,1	90,1	6,7
2003 Sep	8.242,9	180,1	102,0	78,1	7.803,1	172,5	101,9	70,6	91,4	91,6	90,2	66,1
2003 Oct	.	.	.	.	7.852,3	163,2	119,1	44,1	91,3	92,2	94,7	37,6
2003 Nov	.	.	.	.	7.886,1	133,4	89,3	44,0	91,5	89,7	87,9	41,1

### 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)

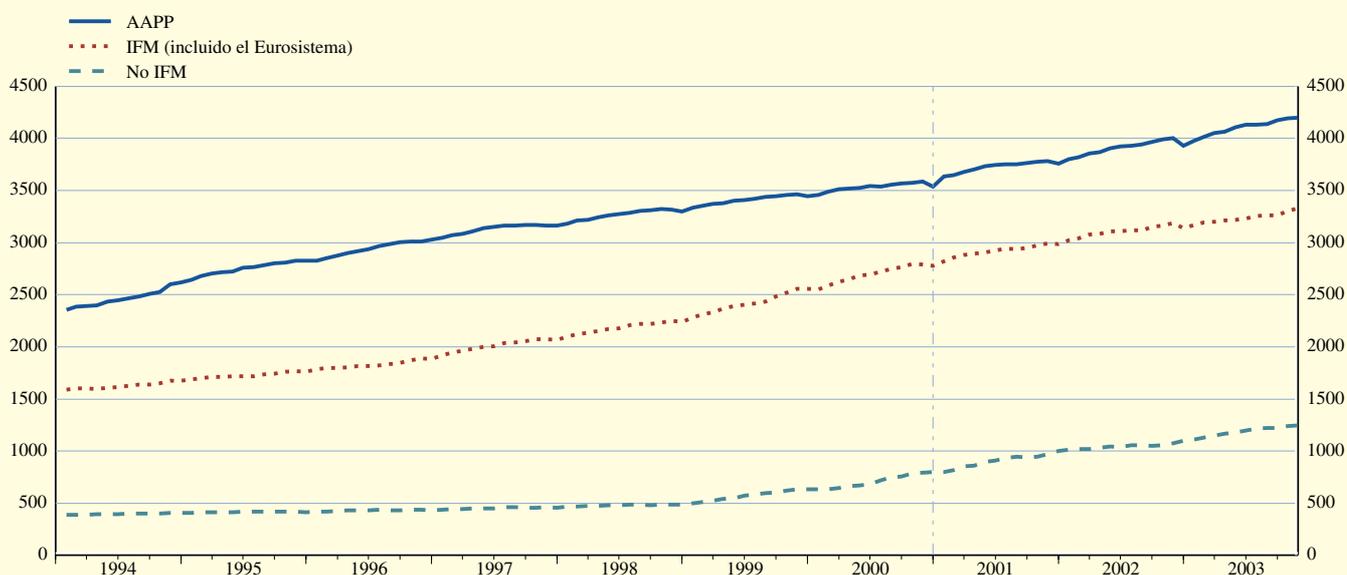
### 1. Saldos vivos

(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	
<b>Total</b>												
2002 Nov	8.264,9	3.188,1	531,9	540,6	3.827,0	177,2	90,9	85,5	80,9	87,1	97,2	95,7
2002 Dic	8.167,9	3.139,7	561,4	535,9	3.751,9	179,0	91,1	85,6	83,2	87,3	97,3	95,8
2003 Ene	8.257,6	3.171,7	560,3	548,6	3.794,4	182,6	91,2	85,6	83,7	87,7	97,2	95,8
2003 Feb	8.338,2	3.192,1	574,0	557,1	3.826,1	188,9	91,1	85,5	83,7	87,8	97,1	95,9
2003 Mar	8.399,9	3.201,8	582,8	566,2	3.857,4	191,7	91,2	85,5	84,1	88,3	97,2	96,0
2003 Abr	8.443,0	3.213,3	595,7	571,0	3.867,2	195,7	91,3	85,6	84,8	88,4	97,3	95,7
2003 May	8.502,1	3.216,0	597,6	579,1	3.910,7	198,6	91,6	85,9	85,4	88,8	97,4	95,7
2003 Jun	8.557,0	3.229,9	615,1	580,9	3.928,0	203,0	91,5	85,7	85,5	88,8	97,3	95,7
2003 Jul	8.604,6	3.257,9	633,8	583,3	3.925,1	204,5	91,3	85,6	85,4	88,6	97,3	95,5
2003 Ago	8.617,7	3.258,6	637,9	586,3	3.930,6	204,3	91,2	85,5	85,2	88,5	97,2	95,4
2003 Sep	8.662,2	3.264,2	646,1	577,9	3.965,0	209,0	91,4	85,4	86,2	88,7	97,4	95,5
2003 Oct	8.732,6	3.305,3	656,6	581,3	3.976,9	212,5	91,3	85,2	86,5	88,6	97,4	95,5
2003 Nov	8.768,7	3.326,2	665,2	580,9	3.979,5	216,8	91,5	85,3	86,8	88,8	97,5	95,6
<b>Largo plazo</b>												
2002 Nov	7.431,7	2.803,1	524,3	446,2	3.484,3	173,7	91,1	86,3	80,6	85,3	97,0	95,9
2002 Dic	7.381,5	2.778,9	554,0	445,7	3.427,6	175,3	91,4	86,6	83,0	85,8	97,1	96,0
2003 Ene	7.414,2	2.778,6	553,0	451,3	3.451,9	179,4	91,4	86,4	83,5	86,2	97,1	96,1
2003 Feb	7.469,4	2.794,5	565,3	455,7	3.468,8	185,2	91,3	86,3	83,5	86,2	97,0	96,0
2003 Mar	7.521,7	2.808,3	573,7	462,6	3.488,9	188,1	91,3	86,2	83,9	86,8	97,0	96,1
2003 Abr	7.548,0	2.817,8	587,0	466,6	3.484,7	192,0	91,4	86,2	84,6	87,0	97,2	95,8
2003 May	7.601,8	2.824,4	589,2	472,5	3.521,2	194,6	91,7	86,6	85,2	87,3	97,3	95,9
2003 Jun	7.676,7	2.850,2	606,4	480,1	3.540,9	199,0	91,6	86,2	85,4	87,5	97,2	95,9
2003 Jul	7.725,1	2.880,7	625,0	482,4	3.537,0	200,0	91,4	86,0	85,2	87,3	97,2	95,7
2003 Ago	7.751,5	2.896,5	629,2	485,2	3.540,2	200,4	91,2	85,7	85,0	87,2	97,1	95,5
2003 Sep	7.803,1	2.907,5	638,0	480,5	3.571,5	205,5	91,4	85,7	86,0	87,5	97,2	95,7
2003 Oct	7.852,3	2.939,6	648,5	481,7	3.573,3	209,1	91,3	85,5	86,3	87,4	97,3	95,7
2003 Nov	7.886,1	2.952,2	657,0	484,1	3.579,4	213,4	91,5	85,7	86,7	87,7	97,4	95,8

### 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)

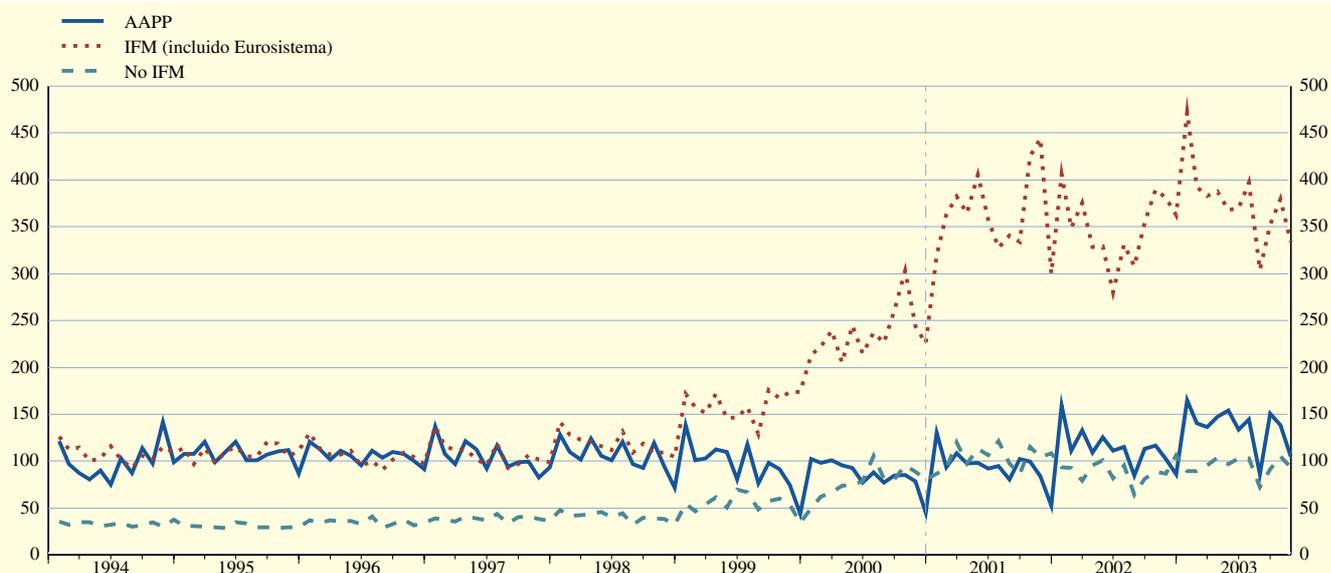
### 2. Emisiones brutas

(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	
<b>Total</b>												
2002 Nov	569,5	380,5	21,2	65,3	96,6	5,9	93,7	92,3	92,0	94,6	99,0	98,3
2002 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	726,8	472,2	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,9	90,5	96,4	95,5	92,7
2003 Feb	622,5	392,3	20,9	68,7	131,8	8,8	93,3	92,6	81,5	95,5	95,9	95,4
2003 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
2003 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
2003 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
2003 Jun	606,1	370,0	23,6	79,1	125,2	8,2	93,8	91,9	96,1	97,0	96,8	94,9
2003 Jul	644,7	397,1	26,6	76,6	138,6	5,8	93,1	92,2	83,2	94,5	96,9	91,2
2003 Ago	461,7	303,6	8,7	63,7	82,3	3,4	93,9	92,4	91,8	96,6	97,7	93,1
2003 Sep	594,0	351,9	22,1	69,4	140,7	9,9	93,4	90,4	98,7	96,5	98,5	96,5
2003 Oct	623,6	379,7	19,6	85,7	130,7	7,9	93,9	91,7	95,4	96,8	98,1	95,1
2003 Nov	532,5	333,7	20,5	73,3	97,4	7,6	93,2	92,0	85,7	96,3	96,2	98,2
<b>Largo plazo</b>												
2002 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
2002 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
2003 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
2003 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
2003 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
2003 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
2003 Jun	170,7	68,7	20,2	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,5	99,0	97,5	95,2
2003 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
2003 Ago	79,1	44,7	6,2	3,6	23,0	1,6	88,1	82,3	88,5	98,8	97,2	91,3
2003 Sep	172,5	64,9	19,0	2,8	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	97,2	99,0	98,8
2003 Oct	163,2	74,0	16,6	8,4	58,9	5,4	92,2	84,8	95,9	92,6	100,0	96,2
2003 Nov	133,4	60,8	17,5	8,5	40,9	5,6	89,7	87,1	84,7	93,7	93,5	99,6

### C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

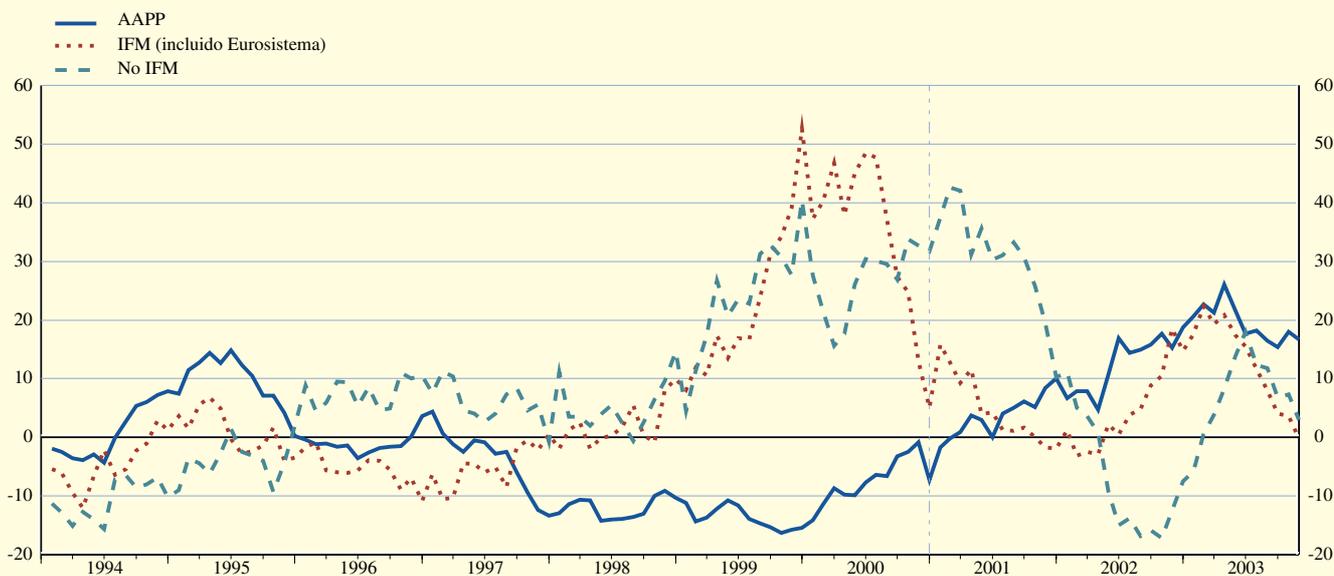
### 4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 financieras no monetarias
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
En todas las monedas														
2002 Nov	7,2	107,3	6,6	13,6	26,1	3,1	6,1	5,2	28,1	12,4	119,4	18,6	-12,5	26,7
2002 Dic	6,3	106,3	5,4	13,8	25,4	3,5	5,0	4,1	28,0	12,9	112,9	14,7	-7,4	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	-5,9	16,0
2003 Feb	7,0	108,7	5,8	15,7	26,5	6,1	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,6	29,8
2003 Mar	6,7	109,6	4,9	17,3	27,4	8,2	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,2
2003 Abr	6,9	110,3	5,1	17,8	27,5	9,0	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,3	20,0
2003 May	6,8	111,4	4,5	17,2	24,8	10,2	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	30,9
2003 Jun	6,9	111,9	4,4	19,1	27,5	11,2	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,0	29,0
2003 Jul	7,0	112,5	4,9	19,1	28,5	10,2	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
2003 Ago	6,8	112,5	4,7	19,3	28,2	10,9	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,8	18,6
2003 Sep	6,9	113,3	4,7	18,6	28,7	8,9	5,7	4,9	23,2	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
2003 Oct	7,2	114,1	5,5	19,1	29,0	9,5	5,4	4,6	21,3	10,3	128,1	3,6	7,3	14,3
2003 Nov	6,9	114,7	5,3	18,4	27,8	9,2	5,2	4,4	22,8	7,3	128,2	-0,1	3,0	9,7
En euros														
2002 Nov	6,8	106,9	5,3	15,1	30,7	3,4	6,1	5,3	28,0	12,4	120,8	20,4	-13,7	25,0
2002 Dic	6,0	106,0	4,2	16,1	31,0	4,1	5,0	4,1	27,7	13,8	113,8	16,6	-8,4	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	-6,7	14,3
2003 Feb	6,5	108,2	4,4	17,7	31,7	6,4	5,4	4,3	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,2
2003 Mar	6,3	109,0	3,5	19,5	32,4	9,0	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,7	26,5
2003 Abr	6,5	109,8	3,8	20,4	33,1	9,8	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,3
2003 May	6,5	110,9	3,4	20,0	30,4	11,2	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,0
2003 Jun	6,6	111,4	3,1	22,5	34,1	12,5	5,4	4,5	27,0	18,2	130,5	18,7	17,5	29,2
2003 Jul	6,7	111,9	3,8	22,2	34,8	11,2	5,2	4,5	20,4	16,8	131,0	16,1	12,1	22,9
2003 Ago	6,5	111,9	3,7	22,5	34,7	11,9	4,9	4,2	19,5	14,9	130,6	13,7	11,0	18,6
2003 Sep	6,6	112,7	3,3	21,8	35,6	9,7	5,5	4,8	21,7	11,5	128,8	8,7	6,0	16,9
2003 Oct	6,9	113,5	4,1	22,5	36,3	10,2	5,3	4,6	20,8	12,6	131,5	7,9	6,9	14,6
2003 Nov	6,7	114,1	4,1	21,5	34,2	9,9	5,1	4,3	22,2	9,3	132,1	3,0	2,3	9,4

### 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 periodo)



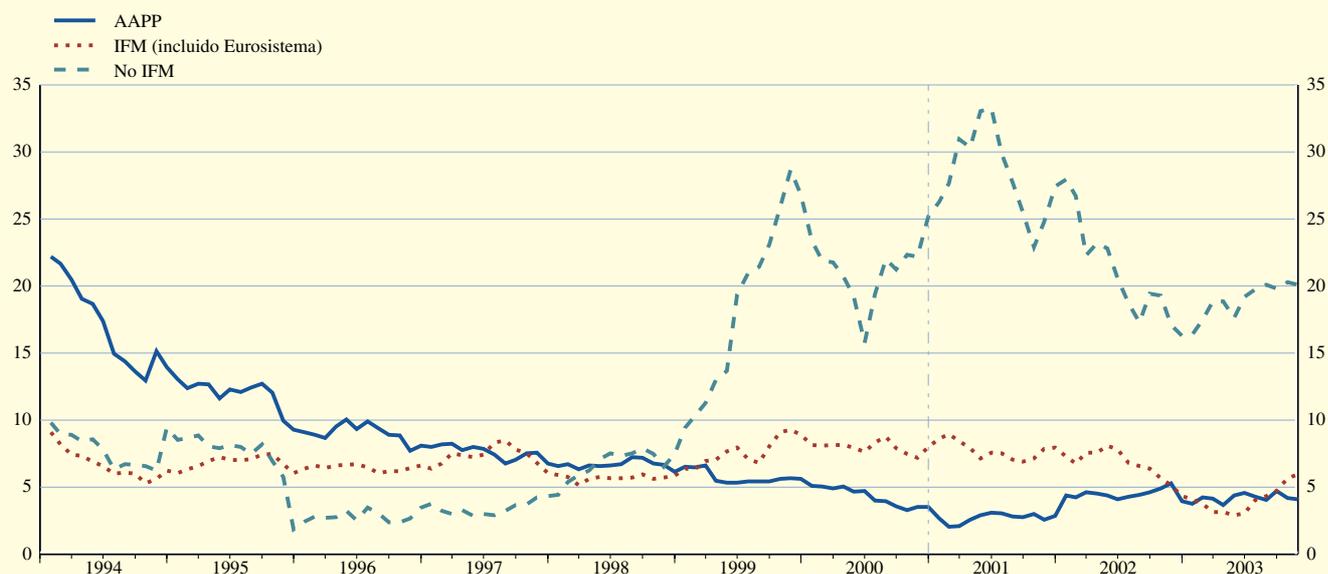
Fuentes: BCE.

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 euro<sup>1)</sup>**  
(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													
-14,6	15,3	15,6	-5,3	6,7	106,1	5,1	17,1	26,1	7,8	5,3	4,3	29,1	2002 Nov
-10,4	18,7	19,3	-14,3	5,6	105,6	4,4	16,3	25,1	6,8	3,9	2,9	29,4	Dic
-7,2	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,4	24,6	7,4	3,8	2,7	29,8	2003 Ene
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,7	17,5	26,4	7,8	4,2	3,0	34,6	Feb
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,1	18,8	27,4	9,6	4,1	3,0	32,4	Mar
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,4	3,2	18,9	27,6	9,3	3,7	2,5	30,9	Abr
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,6	24,7	9,7	4,4	3,3	27,7	May
17,1	17,7	17,7	18,7	5,9	110,3	3,1	19,2	27,5	10,1	4,6	3,5	28,5	Jun
11,5	18,2	18,2	18,9	6,2	111,0	4,0	19,8	28,6	9,9	4,3	3,4	22,0	Jul
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,3	20,1	28,3	10,9	4,1	3,2	21,4	Ago
6,0	15,4	15,4	14,5	6,7	112,1	4,7	19,8	28,9	9,5	4,7	3,8	23,4	Sep
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,7	5,7	20,3	29,2	10,1	4,2	3,3	21,8	Oct
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	6,0	20,1	28,1	10,7	4,1	3,1	23,3	Nov
En euros													
-15,9	15,6	15,9	-14,0	6,2	105,6	3,7	19,8	30,8	9,3	5,3	4,3	29,1	2002 Nov
-11,4	19,6	20,3	-23,4	5,2	105,2	2,9	19,6	30,8	8,2	3,8	2,8	29,3	Dic
-8,1	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,6	30,5	8,7	3,6	2,5	29,5	2003 Ene
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,3	31,8	8,8	4,0	2,7	34,2	Feb
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,9	32,6	11,1	3,9	2,8	31,8	Mar
6,4	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,1	33,4	10,6	3,5	2,4	29,7	Abr
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,8	30,5	10,8	4,1	3,1	26,5	May
16,5	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	23,1	34,1	11,6	4,3	3,2	27,3	Jun
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,1	2,4	23,4	35,0	11,2	4,0	3,2	20,5	Jul
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,2	2,5	23,9	35,0	12,3	3,7	3,0	19,9	Ago
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	23,7	35,9	10,8	4,5	3,7	21,9	Sep
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,7	24,4	36,7	11,1	4,0	3,2	21,2	Oct
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,4	112,4	4,3	23,9	34,7	11,8	4,0	3,1	22,7	Nov

**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 euro<sup>1)</sup>

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

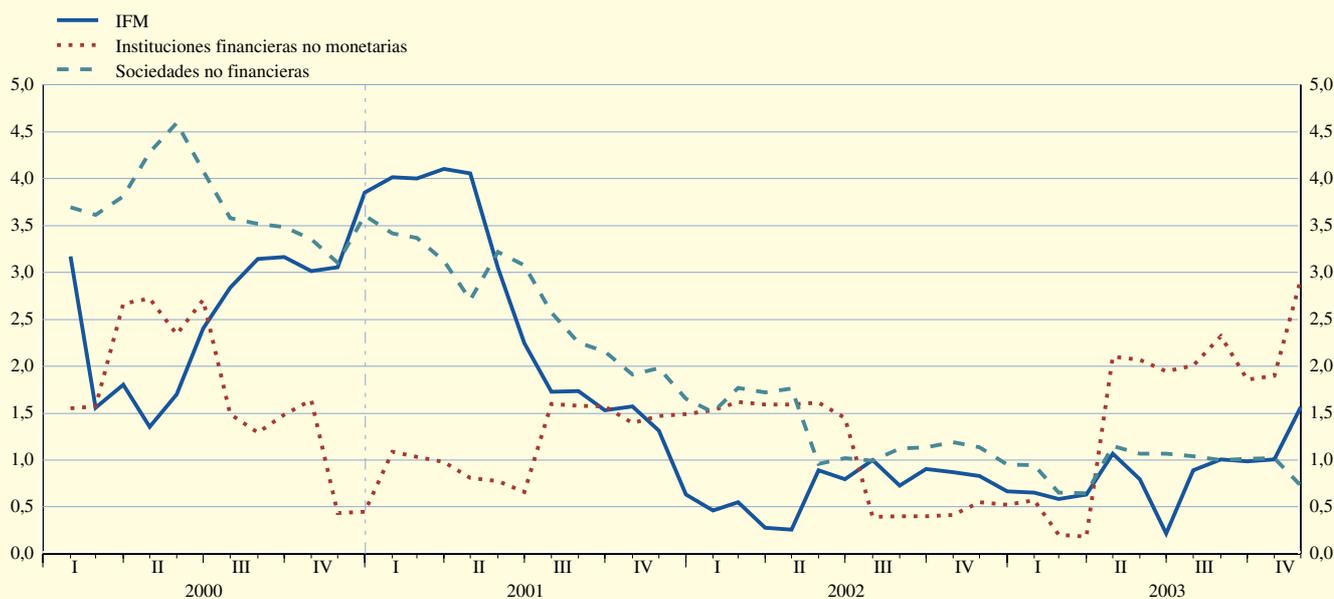
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento inter-anuales(%)	Total	Tasas de crecimiento inter-anuales(%)	Total	Tasas de crecimiento inter-anuales(%)	Total	Tasas de crecimiento inter-anuales(%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 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	0,8	346,0	0,5	2.602,1	1,1
Dic	3.126,3	100,9	0,9	450,7	0,7	283,6	0,5	2.392,0	1,0
2003 Ene	2.987,3	100,8	0,9	425,8	0,6	261,1	0,6	2.300,4	0,9
Feb	2.894,8	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,2	2.198,7	0,7
Mar	2.772,9	100,9	0,6	413,0	0,6	236,2	0,2	2.123,7	0,6
Abr	3.122,7	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	2,1	2.359,5	1,1
May	3.155,5	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	2,1	2.387,4	1,1
Jun	3.268,9	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,9	2.464,1	1,1
Jul	3.379,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.520,6	1,0
Ago	3.426,7	101,8	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.594,7	1,0
Sep	3.286,7	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.484,7	1,0
Oct	3.494,0	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.625,6	1,0
Nov	3.558,3	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	2,9	2.671,0	0,7

#### 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

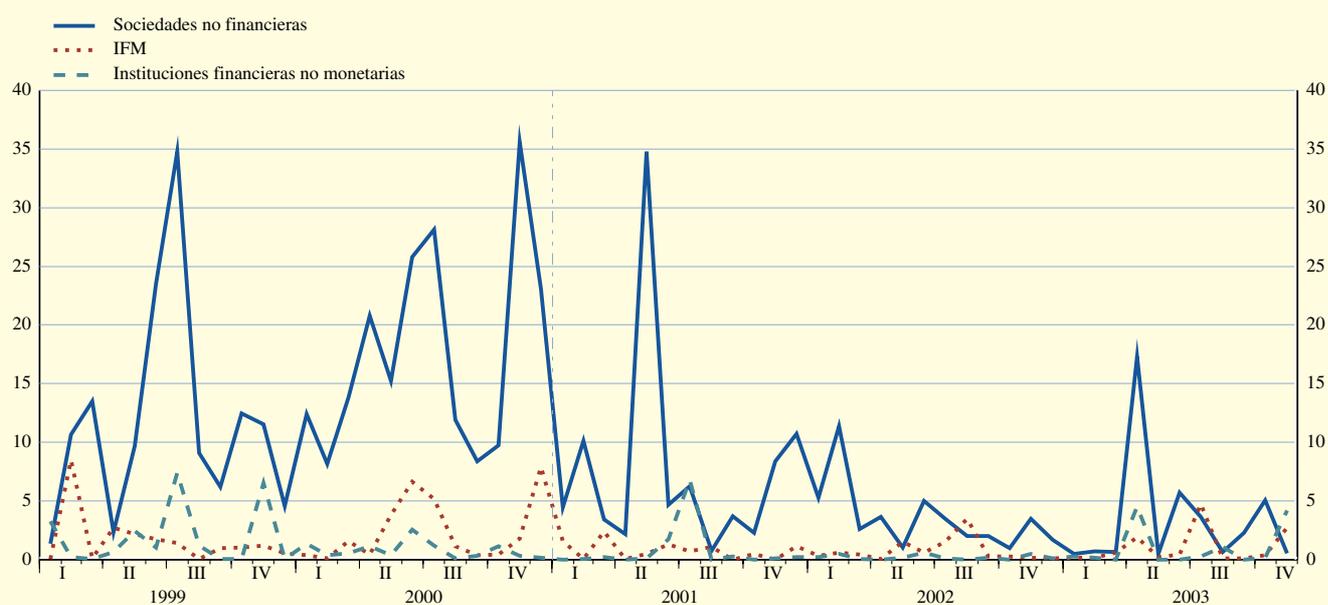
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras no monetarias			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2001 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	5,5	5,3	0,2	3,5	4,0	-0,5	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	4,1	0,7	3,4	0,2	0,4	-0,2	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	5,5	3,8	1,7	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	5,0	3,8	1,2
Nov	7,5	5,3	2,1	2,7	0,1	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,0	-4,4

### 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				Comisiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			Disponible con preaviso <sup>1),2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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 <sup>1)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>3)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 <sup>1)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
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)

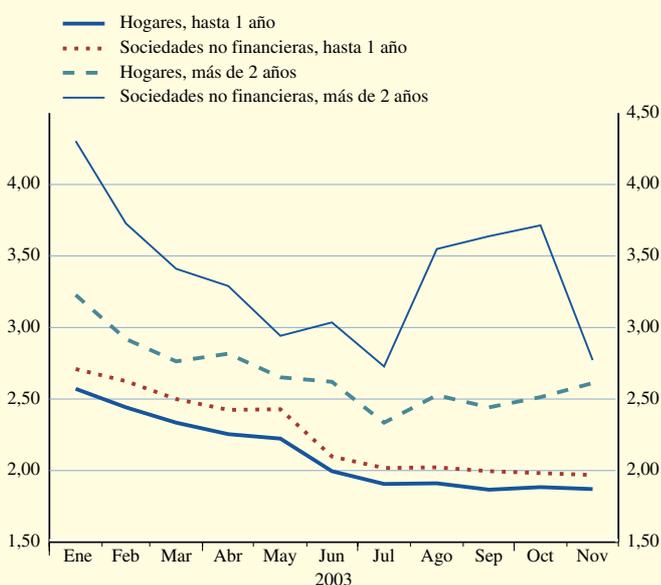
**4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)**

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>1,2)</sup>		A la vista <sup>1)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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	.	.	.

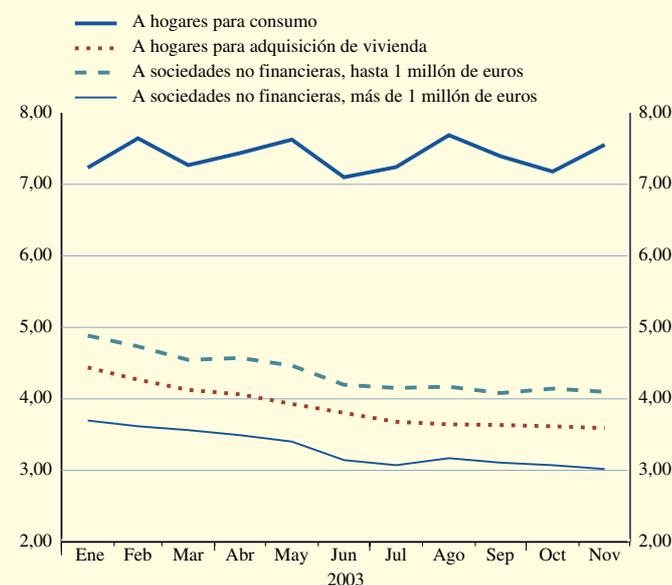
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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 un año de fijación inicial del tipo**  
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE.

#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
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
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
2004 Ene	2,02	2,08	2,09	2,12	2,22	1,13	0,06

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



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



Fuente: BCE.

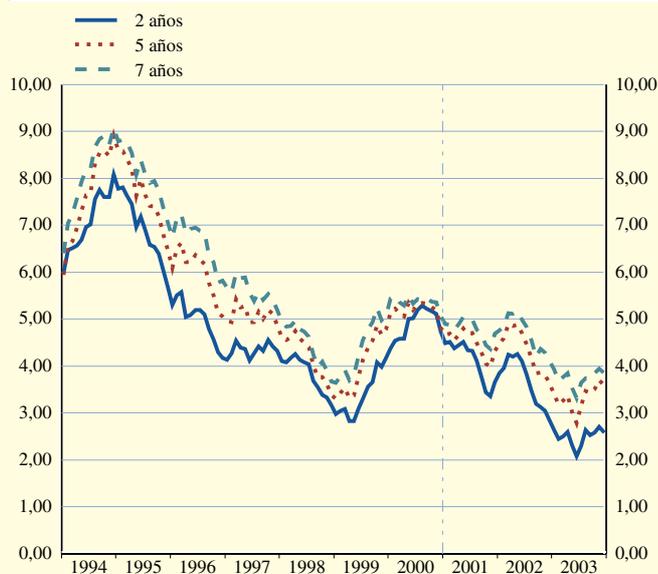
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

#### 4.7 Rendimientos de la deuda pública

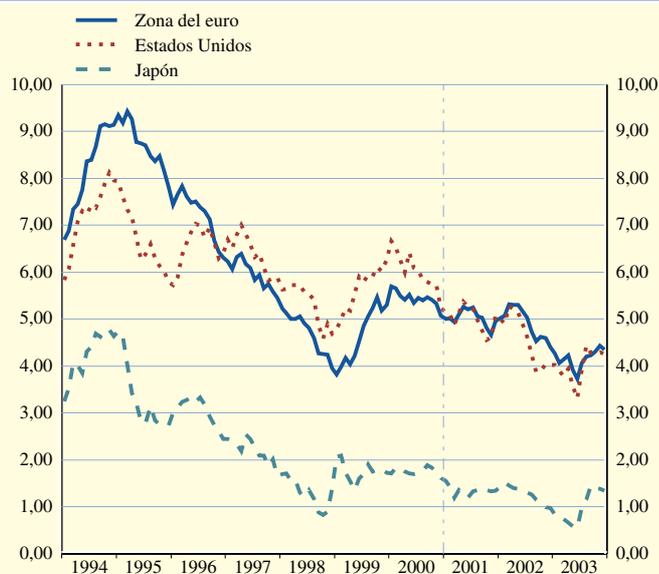
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	2 años <sup>1</sup>	3 años <sup>2</sup>	5 años <sup>3</sup>	7 años <sup>4</sup>	10 años <sup>5</sup>	10 años <sup>6</sup>	10 años <sup>7</sup>
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 diez años  
(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

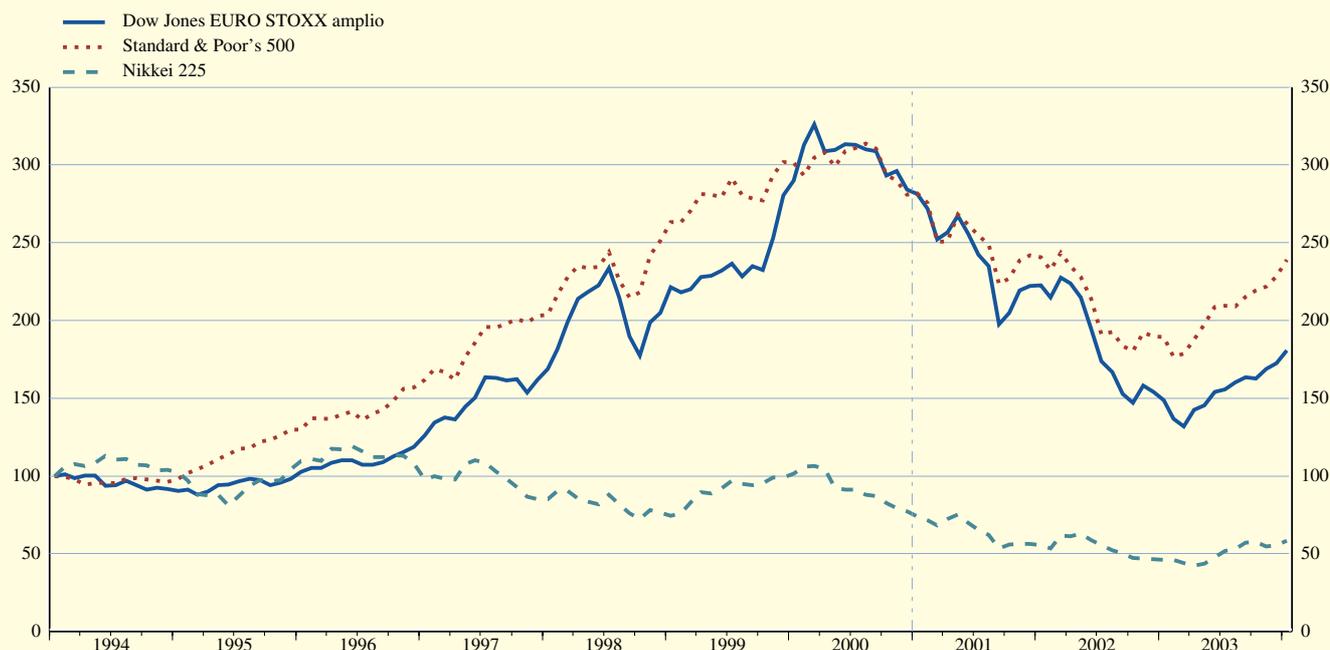
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		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
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
2004 Ene	250,6	2.839,1	250,3	164,8	222,0	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,6	10.876,4

## 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 consumo<sup>1)</sup>

	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 <sup>2)</sup>	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
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2002 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	0,6
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
IV	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,2	0,9	0,3	-0,2	0,6
2003 Ago	113,3	2,1	1,7	2,5	0,3	0,2	0,9	0,0	1,0	0,3
Sep	113,7	2,2	1,8	2,5	0,3	0,2	1,4	0,2	-0,1	0,2
Oct	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2
Nov	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,6	0,1	0,0	-0,2	0,2
Dic	114,2	2,0	1,8	2,3	0,0	0,2	-0,7	0,0	-0,1	0,1
2004 Ene <sup>3)</sup>	.	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total <sup>2)</sup>	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
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,2	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2002 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
IV	3,7	3,8	3,7	0,9	0,7	1,6	2,2	1,9	2,8	-0,7	2,5	3,3
2003 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	3,6	3,8	3,2	0,9	0,7	1,8	2,2	1,9	2,7	-0,7	2,3	3,2
2004 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1</sup>	Precios del petróleo (euros por barril)		
	Industria, excluida construcción									Construcción <sup>3)</sup>			Industria manufacturera	
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		Total	Total excluida energía		
			Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo								
						Total	Duradero	No duradero						
% del total <sup>4)</sup>	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5	89,5	100,0	32,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	103,6	1,6	0,8	0,8	0,4	1,1	0,5	1,2	4,1	.	1,0	-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	1,0	0,4	1,0	3,5	2,3	0,5	-6,5	-5,8	25,1
IV	103,6	1,1	0,7	0,3	0,5	0,9	0,3	1,0	2,5	.	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2003 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
Sep.	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	0,2	0,4	1,0	0,4	1,0	1,7	-	0,3	-8,2	-3,7	24,7
Nov	103,7	1,4	0,8	0,4	0,5	1,1	0,3	1,2	3,6	-	0,8	1,1	0,2	24,6
Dic	103,6	1,0	0,6	0,4	0,5	0,7	0,3	0,7	2,1	-	0,4	-5,0	-0,2	24,0
2004 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	-5,5	5,1	24,2

### 3. Costes laborales por hora<sup>5)</sup>

	Total (índice (d) 2000 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
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	109,7	3,2	3,1	3,7	3,8	3,9	3,2	2,4
III	110,5	2,9	2,8	3,1	3,2	3,2	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
<b>Costes laborales unitarios</b>								
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	7,9	2,3	4,4	3,0	3,2	1,7
III	107,3	2,4	6,6	1,2	2,8	2,4	2,3	2,3
<b>Remuneración por asalariado</b>								
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	4,1	3,4	2,8	2,5	2,3	2,1
II	107,8	2,7	7,8	3,1	3,6	3,0	2,3	2,0
III	108,5	2,6	5,8	2,7	2,9	2,3	1,7	2,9
<b>Productividad del trabajo</b>								
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	-1,2
IV	100,9	0,9	-1,2	3,8	-0,7	1,3	-0,2	-0,6
2003 I	100,9	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	1,5	0,1	-0,2	-0,6	0,7

### 5. Deflatores del producto interior bruto

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Demanda interna			Exportaciones <sup>3)</sup>	Importaciones <sup>3)</sup>	
			Total	Consumo privado	Consumo público			Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 <sup>2)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>1)</sup>	Total	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
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 <sup>1)</sup>	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	Interm. financiera activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</b>									
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	-	-
<b>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</b>									
<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 valor añadido 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 <sup>1)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
1999	2,2	94,9	1,9	2,0	2,0	2,6	1,4	1,5	1,2	0,7	4,2	1,9
2000	5,0	100,1	5,4	5,5	6,1	8,7	1,9	6,3	0,9	1,9	2,5	5,8
2001	0,4	100,6	0,5	0,2	-0,6	1,7	0,4	-1,9	0,9	1,6	0,9	0,3
2002	-0,5	100,0	-0,5	-0,8	0,4	-2,0	-0,4	-5,3	0,7	1,0	0,8	-0,7
2002 III	0,1	100,4	0,2	-0,2	1,4	-1,1	-0,5	-4,1	0,4	1,8	0,6	0,1
IV	0,8	100,0	1,2	1,3	2,8	0,7	0,9	-4,0	1,8	-0,4	-0,7	1,4
2003 I	0,4	100,2	0,8	0,4	1,3	1,0	-1,0	-5,3	-0,4	4,6	-2,6	0,5
II	-0,6	99,9	-0,7	-1,3	-0,5	-1,8	-1,4	-6,5	-0,3	2,2	-0,4	-1,2
III	-0,3	100,5	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,3	-4,7	1,1	2,2	-0,6	-0,3
2003 Jun	-1,5	99,5	-1,5	-2,3	-0,8	-4,1	-1,3	-6,9	0,1	2,2	0,9	-1,9
Jul	0,9	101,0	1,1	0,6	0,5	1,8	1,3	-3,5	2,3	1,3	2,1	0,9
Ago	-0,5	100,4	-0,2	-0,9	0,8	-3,2	0,4	-5,4	1,2	3,3	0,3	-0,9
Sep	-1,3	100,1	-0,9	-1,2	-1,7	-1,0	-0,8	-5,4	-0,3	2,2	-3,6	-1,1
Oct	.	101,4	1,5	1,3	1,5	2,5	-0,7	-2,8	-0,1	2,9	.	1,5
Nov	.	101,5	1,2	1,6	1,6	3,3	-0,4	-4,4	-0,2	2,1	.	1,4
<i>Tasas de variación intermensuales (d.)</i>												
2003 Jun	0,0	-	0,1	-0,1	0,4	-1,1	0,8	0,5	1,0	2,1	1,2	0,0
Jul	1,4	-	1,5	2,0	1,1	3,1	1,4	2,1	1,2	-0,5	1,5	2,0
Ago	-0,8	-	-0,6	-0,7	0,2	-1,9	-0,6	-2,4	-0,4	1,0	-2,2	-0,9
Sep	-0,4	-	-0,3	-0,5	-0,9	0,6	-0,8	0,7	-0,9	-1,5	-2,2	-0,3
Oct	.	-	1,4	1,7	1,5	2,1	0,3	0,8	0,3	1,8	.	1,6
Nov	.	-	0,0	0,6	0,7	0,8	0,2	-0,8	0,2	-3,2	.	0,4

### 4. Ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Ventas al por menor (d)								Matriculaciones de automóviles	
	Precios corrientes		Precios constantes						Total [(d.) miles <sup>2)</sup> ]	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 <sup>1)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
2000	99,9	4,1	100,0	2,7	2,5	2,3	1,5	4,2	976	-1,8
2001	104,0	4,2	102,2	2,2	2,8	1,8	1,0	0,1	968	-0,8
2002	106,0	1,9	102,5	0,3	1,5	-0,2	-1,8	-1,7	926	-4,3
2003	.	.	.	.	.	.	.	.	910	-1,7
2002 IV	106,9	1,8	103,0	0,5	2,3	-0,5	-1,6	-2,3	947	0,2
2003 I	107,9	2,7	103,4	1,3	3,0	0,7	-1,8	0,3	897	-2,6
II	107,5	1,7	103,1	1,1	2,1	-0,1	-1,9	0,2	891	-2,8
III	107,6	1,0	102,9	0,0	1,9	-1,7	-5,2	-0,9	929	1,4
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	924	-2,3
2003 Jul	107,8	1,5	103,2	0,2	1,8	-1,2	-3,2	-1,2	927	2,6
Ago	107,2	0,2	102,6	-0,7	1,7	-2,8	-8,1	-1,6	923	-0,9
Sep	107,8	1,2	103,1	0,4	2,3	-1,1	-4,3	0,2	939	1,8
Oct	108,4	1,1	103,7	0,7	1,2	-0,2	-0,7	0,3	928	-0,1
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	933	0,1
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	910	-7,4

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

1) En el año 2000.

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

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos<sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuesta de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (índice 2000 = 100)	Industria manufacturera				Indicador de confianza de los consumidores					
		Indicador confianza industrial				Utilización de la capacidad <sup>3),4)</sup> productiva (porcentaje)	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	80,9	-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	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2003 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	10	6	-	-16	-5	-16	32	-10
2004 Ene	95,8	-7	-21	10	10	80,7	-16	-6	-16	32	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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	-29	-15	-13	-19	16	-3	5	-1	4	13
IV	-20	-28	-12	-11	-15	15	-2	10	6	11	15
2003 Ago	-23	-29	-16	-14	-18	18	-5	6	-1	4	14
Sep	-23	-29	-17	-12	-19	14	-4	7	1	4	16
Oct	-22	-29	-14	-9	-16	12	0	9	4	9	15
Nov	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
Dic	-19	-28	-9	-13	-17	16	-5	11	7	12	15
2004 Ene	-19	-28	-10	-11	-17	16	0	10	5	7	17

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

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativa y negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los 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 resultados de la zona del euro para enero no incluyen Francia, debido a que se han introducido modificaciones en los cuestionarios de las encuestas francesas. Así pues, los resultados no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de exis-

## 5.3 Mercado de trabajo<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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	133,725	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	133,762	0,0	-0,1	0,4	-2,2	-1,8	-0,8	0,0	1,3	1,1
II	133,876	0,1	0,1	0,5	-1,7	-1,8	0,1	0,4	1,0	1,1
III	133,837	0,1	0,0	0,3	-1,6	-2,0	-0,5	0,8	0,9	0,8
<i>Tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2002 III	0,004	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,3
IV	0,010	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,3
2003 I	0,027	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,1	0,2
II	0,114	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,2	0,3	0,2
III	-0,039	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,9	0,3	0,3	0,1

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por edad <sup>4)</sup>			
	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 <sup>2)</sup>	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
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	11,688	8,4	9,094	7,4	2,594	16,2	5,763	7,3	5,925	9,9
2003	12,284	8,8	9,627	7,7	2,657	16,8	6,137	7,7	6,147	10,1
2002 IV	11,969	8,6	9,346	7,6	2,623	16,4	5,946	7,5	6,023	10,0
2003 I	12,196	8,7	9,521	7,7	2,675	16,8	6,074	7,7	6,122	10,1
II	12,303	8,8	9,634	7,8	2,669	16,8	6,134	7,7	6,169	10,2
III	12,307	8,8	9,660	7,8	2,648	16,7	6,152	7,7	6,155	10,1
IV	12,330	8,8	9,707	7,8	2,624	16,7	6,184	7,8	6,147	10,1
2003 Jul	12,298	8,8	9,640	7,7	2,658	16,8	6,138	7,7	6,160	10,1
Ago	12,304	8,8	9,657	7,8	2,647	16,7	6,150	7,7	6,154	10,1
Sep	12,319	8,8	9,681	7,8	2,639	16,7	6,169	7,8	6,150	10,1
Oct	12,336	8,8	9,706	7,8	2,630	16,7	6,185	7,8	6,151	10,1
Nov	12,336	8,8	9,713	7,8	2,623	16,7	6,186	7,8	6,149	10,1
Dic	12,319	8,8	9,702	7,8	2,618	16,6	6,180	7,8	6,140	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, ocupados; en el año 2003, parados.

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/superávit<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro<sup>2)</sup> - recursos

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

2. Zona del euro<sup>2)</sup> - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios <sup>4)</sup>	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transferencias corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transferencias de capital	Pagadas por inst. de la UE			
												1		2
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,5	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	52,2	48,2	11,2	4,8	5,7	26,5	23,3	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,5
1997	50,8	47,1	11,0	4,7	5,1	26,2	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	25,9	22,7	2,0	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	45,1
1999	49,4	45,3	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	1,5	0,1	44,6
2001	48,7	44,5	10,5	4,7	4,0	25,3	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	25,6	22,8	1,8	0,5	4,0	2,4	1,6	0,0	45,0

3. Zona del euro<sup>2)</sup> - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit/superávit primario (+)	Consumo público <sup>5)</sup>							
	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	20,9	11,3	4,9	5,1	1,9	-2,4	8,7	12,1
1995	-5,1	-4,2	-0,5	-0,1	-0,3	0,6	20,6	11,2	4,8	5,1	1,9	-2,4	8,6	11,9
1996	-4,3	-3,6	-0,4	0,0	-0,2	1,4	20,7	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	-2,4	8,4	11,9
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,0	2,4	20,1	10,7	4,6	5,1	1,8	-2,4	8,2	11,8
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,4	2,9	20,1	10,7	4,7	5,1	1,8	-2,4	8,2	11,8
2000	-0,9	-1,3	-0,1	0,1	0,4	3,1	20,0	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,3	8,1	11,9
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,7	5,2	1,8	-2,2	8,1	11,9
2002	-2,3	-1,9	-0,5	-0,1	0,2	1,4	20,4	10,6	4,8	5,3	1,8	-2,2	8,2	12,1

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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.

- 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.
- Los datos anteriores al año 2001 corresponden al Euro 11.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS.

## 6.2 Deuda<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro<sup>2)</sup> - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>4)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>3)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
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	8,7	16,2	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	13,4	17,9
1998	73,2	2,8	15,1	7,9	47,3	53,4	27,0	16,2	10,2	19,8
1999	72,1	2,9	14,2	6,9	48,1	49,8	25,2	14,9	9,7	22,2
2000	69,6	2,7	13,0	6,2	47,6	46,0	22,8	13,3	9,9	23,6
2001	69,2	2,6	12,5	6,3	47,8	44,7	22,5	12,5	9,7	24,5
2002	69,0	2,5	11,7	6,7	48,0	43,0	21,3	12,1	9,6	26,0

### 2. Zona del euro<sup>2)</sup> - deuda de las AAPP por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por <sup>5)</sup>				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 <sup>6)</sup>	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	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	26,7	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	30,2	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	30,8	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	30,8	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	30,7	71,6	3,2	1,5
1999	72,1	60,2	6,2	5,3	0,3	6,4	65,6	4,8	14,4	26,9	30,7	70,3	-	1,7
2000	69,6	58,0	6,1	5,1	0,3	5,7	63,8	4,3	14,3	27,6	27,7	67,8	-	1,7
2001	69,2	57,8	6,2	4,9	0,3	6,0	63,2	2,9	14,6	26,3	28,3	67,6	-	1,6
2002	69,0	57,5	6,4	4,9	0,3	6,2	62,8	3,1	15,4	25,1	28,5	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 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.
- 2) Los datos anteriores al año 2001 corresponden al Euro 11.
- 3) Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- 4) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 5) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya administración ha emitido la deuda.
- 6) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

### 6.3 Variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro<sup>2)</sup> - 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 <sup>3)</sup>	Efectos de valoración <sup>4)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>5)</sup>	Efecto agregación <sup>6)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	acreedores residentes <sup>7)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>8)</sup>
	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	0,3	0,1	0,0	1,4
2002	2,0	2,5	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,6	1,7	-0,3	-0,5	0,0	2,3

#### 2. Zona del euro<sup>2)</sup> - ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <sup>3)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>10)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>12)</sup>
			Total	Efectivo y depósitos	Valores <sup>11)</sup> distintos de acciones	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	0,2
2001	1,7	-1,6	0,1	-0,5	-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	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- 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)].
- Los datos anteriores al año 2001 corresponden al Euro 11.
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones en deuda pública.
- 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).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 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.
- Tenedores residentes en el país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- La diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Excluye derivados financieros.
- 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
II	-7,3	23,4	4,9	-15,9	-19,7	1,9	-5,4	-33,0	3,5	57,4	-1,5	-94,3	1,9	38,4
III	13,6	37,3	4,7	-9,8	-18,6	2,6	16,2	-8,8	-12,4	-68,4	-4,5	74,5	1,9	-7,3
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
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
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
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
Abr	-7,6	6,3	0,7	-8,1	-6,6	0,1	-7,6	16,0	-16,1	26,8	-3,5	8,2	0,7	-8,5
May	-1,7	7,2	1,5	-4,8	-5,7	0,2	-1,4	-27,0	0,0	9,5	1,4	-38,2	0,4	28,5
Jun	2,0	9,9	2,7	-3,1	-7,4	1,6	3,6	-21,9	19,7	21,1	0,6	-64,2	0,8	18,3
Jul	3,1	15,5	2,6	-8,7	-6,2	0,8	3,9	-11,0	-4,2	-47,3	-2,4	41,0	1,8	7,1
Ago	3,7	10,4	0,3	-1,3	-5,7	1,7	5,4	7,5	-3,4	-35,3	-2,3	48,3	0,3	-12,9
Sep	6,8	11,5	1,9	0,1	-6,7	0,1	6,9	-5,4	-4,8	14,2	0,2	-14,7	-0,2	-1,5
Oct	9,3	14,5	2,6	-4,7	-3,2	1,1	10,4	-4,4	-10,6	26,7	1,9	-22,7	0,2	-6,0
Nov	4,4	9,2	0,9	0,7	-6,3	1,1	5,5	-0,3	6,5	-4,3	0,4	-8,3	5,5	-5,3
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2003 Nov	30,4	110,7	16,0	-41,5	-54,7	9,5	39,8	-87,3	-20,2	17,8	-8,7	-96,4	20,3	47,5

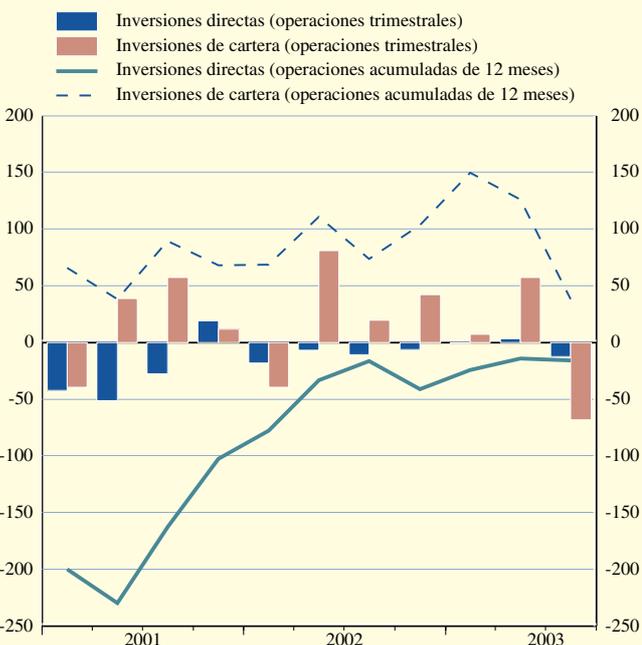
### C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



### C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

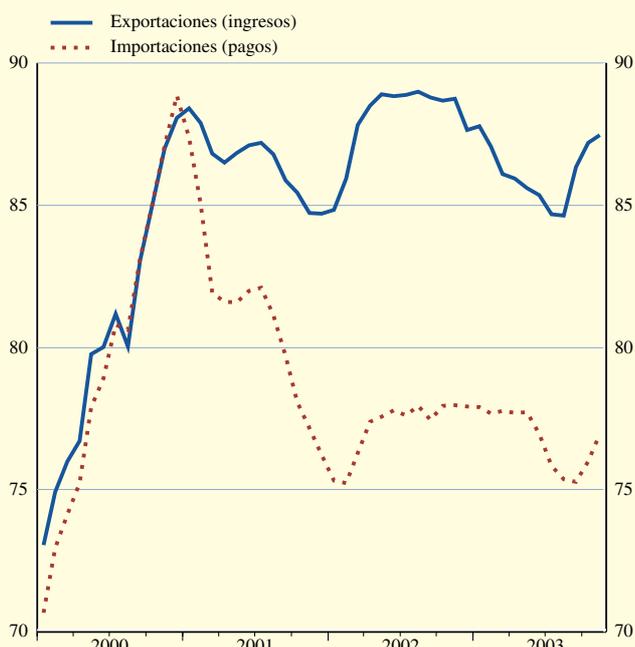
### 2. Cuenta corriente

(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	436,3	413,4	22,9	266,3	232,3	84,8	79,4	62,0	69,8	23,1	31,9
IV	431,4	414,5	16,9	262,9	233,8	82,9	79,3	62,5	67,4	23,1	34,1
2003 I	419,0	414,8	4,2	258,2	233,3	83,6	77,9	55,9	69,9	21,1	33,7
II	413,1	411,0	2,1	256,1	230,9	79,2	76,6	58,7	69,2	19,1	34,4
III	415,1	405,8	9,3	259,0	225,8	79,6	76,5	57,5	67,0	18,9	36,5
2002 Nov	147,6	139,8	7,8	89,1	77,9	28,2	26,2	22,0	24,3	8,3	11,4
Dic	140,2	134,9	5,3	86,1	77,4	27,2	26,4	19,3	20,1	7,6	11,0
2003 Ene	143,3	140,9	2,4	88,1	78,4	28,7	26,4	19,4	24,7	7,2	11,4
Feb	139,6	137,9	1,8	87,0	77,3	27,5	25,9	18,5	23,4	6,7	11,3
Mar	136,0	136,0	0,0	83,2	77,7	27,5	25,6	18,1	21,8	7,2	10,9
Abr	141,6	140,3	1,3	87,7	78,2	26,8	25,7	21,1	25,1	6,0	11,3
May	137,3	136,0	1,4	85,9	77,3	26,1	25,6	19,0	21,8	6,3	11,3
Jun	134,2	134,8	-0,6	82,5	75,4	26,3	25,3	18,6	22,3	6,8	11,8
Jul	137,5	135,4	2,1	85,6	74,9	26,2	25,4	19,4	23,1	6,3	12,1
Ago	138,4	136,5	1,8	85,8	75,9	26,2	25,7	19,9	22,8	6,5	12,2
Sep	139,2	133,8	5,4	87,6	75,1	27,2	25,4	18,2	21,1	6,1	12,2
Oct	139,8	131,9	8,0	88,1	77,0	27,5	24,6	17,8	22,2	6,4	8,1
Nov	138,6	136,8	1,7	86,7	78,8	26,6	25,5	18,8	20,2	6,5	12,3

### C29 Bienes

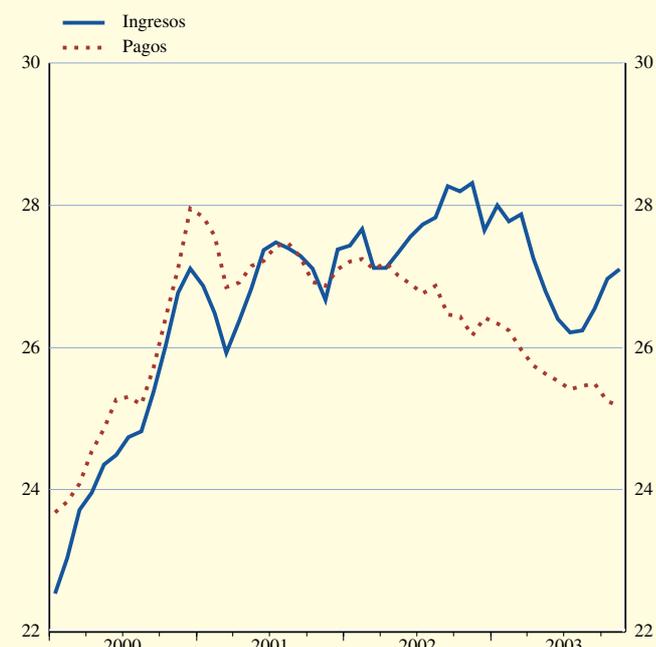
(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

### C30 Servicios

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



## 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	410,0	417,2	-7,3	254,4	231,0	79,2	74,3	61,6	77,6	14,7	34,4	4,5	2,6
III	412,1	398,5	13,6	256,3	219,0	85,8	81,1	54,5	64,4	15,4	34,0	3,9	1,4
2002 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
Dic	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	137,3	144,9	-7,6	85,6	79,3	25,8	25,1	21,3	29,3	4,7	11,3	0,5	0,4
May	134,8	136,5	-1,7	84,2	76,9	25,9	24,4	19,7	24,5	5,0	10,6	1,4	1,2
Jun	137,9	135,8	2,0	84,7	74,8	27,5	24,8	20,7	23,8	5,0	12,4	2,6	1,0
Jul	146,9	143,8	3,1	91,3	75,8	30,7	28,1	19,6	28,2	5,3	11,6	1,3	0,5
Ago	125,5	121,8	3,7	76,4	66,0	26,9	26,6	17,2	18,5	5,0	10,7	2,1	0,4
Sep	139,7	132,9	6,8	88,7	77,2	28,2	26,3	17,8	17,7	5,0	11,8	0,6	0,5
Oct	148,6	139,3	9,3	98,1	83,6	28,7	26,0	17,1	21,8	4,7	7,9	1,6	0,5
Nov	134,6	130,2	4,4	87,3	78,1	24,6	23,8	17,1	16,4	5,6	11,9	1,7	0,6

### 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 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	61,6	77,6	3,6	1,4	58,0	76,1	16,0	17,5	13,1	15,2	3,0	2,3
III	54,5	64,4	3,6	1,5	50,9	62,9	12,9	13,8	10,7	12,4	2,1	1,4

	Rentas de la inversión									
	Inversiones de cartera						Otras inversiones			
	Total		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
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 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	23,5	37,6	7,9	21,1	15,6	16,6	18,5	21,0		
III	21,5	31,0	4,8	10,3	16,7	20,7	16,6	18,1		

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	-36,9	-23,8	5,3	-29,1	-13,1	0,0	-13,1	40,4	30,1	1,9	28,2	10,3	0,0	10,3
III	-29,5	-32,7	-1,1	-31,6	3,2	-0,2	3,4	17,1	18,7	0,5	18,2	-1,6	-0,4	-1,2
2002 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	-26,6	-8,3	-1,3	-7,0	-18,3	0,0	-18,4	10,5	7,7	0,2	7,5	2,8	0,0	2,8
May	-16,5	-16,4	-0,7	-15,7	-0,2	0,0	-0,1	16,5	15,5	0,2	15,3	1,0	-0,1	1,0
Jun	6,3	0,9	7,3	-6,4	5,4	0,0	5,4	13,5	6,9	1,5	5,5	6,5	0,1	6,4
Jul	-9,0	-7,8	-1,0	-6,8	-1,2	-0,1	-1,1	4,8	4,3	0,1	4,2	0,5	-0,6	1,1
Ago	-2,5	-10,6	-0,4	-10,1	8,0	-0,1	8,1	-0,9	1,2	0,2	0,9	-2,0	0,1	-2,1
Sep	-17,9	-14,3	0,3	-14,7	-3,6	0,0	-3,6	13,1	13,2	0,2	13,0	-0,1	0,1	-0,1
Oct	-11,8	-6,7	2,0	-8,8	-5,1	0,0	-5,1	1,3	5,3	0,0	5,3	-4,0	0,1	-4,1
Nov	1,7	4,1	-2,5	6,6	-2,4	0,0	-2,4	4,8	5,0	0,0	5,0	-0,2	-0,1	0,0

### 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	-102,9	160,3	-32,9	29,3	-70,0	-59,7	-10,3	130,9	117,2	13,7
III	-67,5	-0,9	-23,6	21,4	-43,9	-39,1	-4,9	-22,2	-10,5	-11,8
2002 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	-21,1	47,9	-10,4	14,1	-10,8	-15,5	4,7	33,8	17,1	16,7
May	-35,0	44,5	-7,8	-5,9	-27,2	-19,6	-7,6	50,4	48,3	2,1
Jun	-46,7	67,9	-14,7	21,2	-32,0	-24,6	-7,4	46,7	51,8	-5,1
Jul	-31,0	-16,3	-12,0	9,7	-19,0	-22,8	3,8	-26,0	-22,6	-3,4
Ago	-14,4	-20,9	-6,0	0,8	-8,4	-7,0	-1,4	-21,7	-7,9	-13,9
Sep	-22,2	36,3	-5,6	10,9	-16,5	-9,3	-7,2	25,5	20,0	5,5
Oct	-34,2	60,9	-14,4	27,6	-19,8	-10,4	-9,4	33,3	17,8	15,5
Nov	-26,8	22,5	-7,1	15,9	-19,7	-15,4	-4,3	6,6	7,6	-1,0

Fuente: BCE.

## 7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

### 7. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
	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	-33,5	-0,8	-32,7	-0,2	-25,6	-33,8	0,0	-33,8	1,1	-1,4	-10,0	1,0	-11,0
III	-0,1	-6,2	-17,3	-0,8	-16,5	-1,4	-8,8	-28,9	-0,3	-28,6	0,1	-1,0	-4,0	-0,1	-3,9
2002 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	0,6	-10,9	-	-	-0,1	-8,0	-7,4	-	-	0,5	3,2	1,0	-	-
May	0,0	0,3	-8,0	-	-	-0,2	-2,7	-16,6	-	-	0,9	-6,2	-2,3	-	-
Jun	0,0	-0,2	-14,5	-	-	0,1	-14,8	-9,8	-	-	-0,4	1,6	-8,6	-	-
Jul	0,0	-2,0	-9,9	-	-	-0,1	-1,8	-20,9	-	-	0,2	-3,3	6,9	-	-
Ago	0,0	-1,0	-5,0	-	-	-0,6	-2,3	-4,1	-	-	0,1	4,0	-5,4	-	-
Sep	0,0	-3,2	-2,4	-	-	-0,7	-4,7	-3,9	-	-	-0,1	-1,7	-5,4	-	-
Oct	0,0	-4,9	-9,5	-	-	0,1	-2,4	-8,1	-	-	0,0	-5,3	-4,1	-	-
Nov	0,0	1,4	-8,5	-	-	0,0	-8,9	-6,4	-	-	-0,1	-2,7	-1,5	-	-

### 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	-123,5	29,2	0,2	2,3	-2,0	3,9	-103,1	27,0	-11,5	12,1	-91,7	14,9	-18,5	-3,9
III	84,7	-10,2	0,4	3,0	-0,3	4,8	87,6	-7,4	-13,2	16,6	100,8	-24,0	-3,0	-10,6
2002 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	-46,0	54,2	0,0	-0,3	0,7	2,8	-32,7	52,1	-3,6	2,0	-29,1	50,1	-14,1	-0,4
May	-46,5	8,2	0,7	0,9	-3,7	1,3	-35,1	3,8	-1,7	2,7	-33,5	1,0	-8,3	2,3
Jun	-31,0	-33,2	-0,5	1,6	0,9	-0,2	-35,3	-28,9	-6,2	7,3	-29,1	-36,2	3,9	-5,8
Jul	38,5	2,5	0,1	1,7	-2,5	1,9	42,3	2,6	-4,6	8,6	47,0	-6,0	-1,4	-3,6
Ago	77,9	-29,7	0,3	0,5	0,4	73,3	-30,3	-2,6	2,7	75,9	-33,0	3,8	-0,3	
Sep	-31,7	17,0	0,0	0,8	1,7	2,5	-28,0	20,3	-5,9	5,3	-22,1	15,0	-5,3	-6,6
Oct	-47,9	25,3	-0,3	-0,3	1,7	-1,8	-39,8	24,6	-8,4	7,0	-31,4	17,6	-9,5	2,8
Nov	-36,6	28,3	0,4	-3,9	1,0	1,6	-36,1	29,8	-7,1	8,1	-29,1	21,7	-1,8	0,8

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 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	-1,7	3,6	1,9	-0,3	0,3	0,0
III	0,4	3,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	4,7	4,6	-0,2	0,1	-0,1

	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 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	-103,8	28,6	-75,2	0,7	-1,6	-1,0	-1,1	-0,4	-1,5	-9,9	-9,8	-19,6	-7,5	6,2	-1,2
III	87,9	-6,1	81,8	-0,3	-1,3	-1,6	-1,4	0,5	-0,9	-2,7	-8,4	-11,1	1,1	-2,7	-1,5

### 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 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	1,9	0,0	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,8	0,2	0,0	0,0
III	1,9	0,1	0,0	-0,7	2,5	-1,1	4,1	0,0	-4,7	4,1	0,0	0,0

Fuente: BCE.

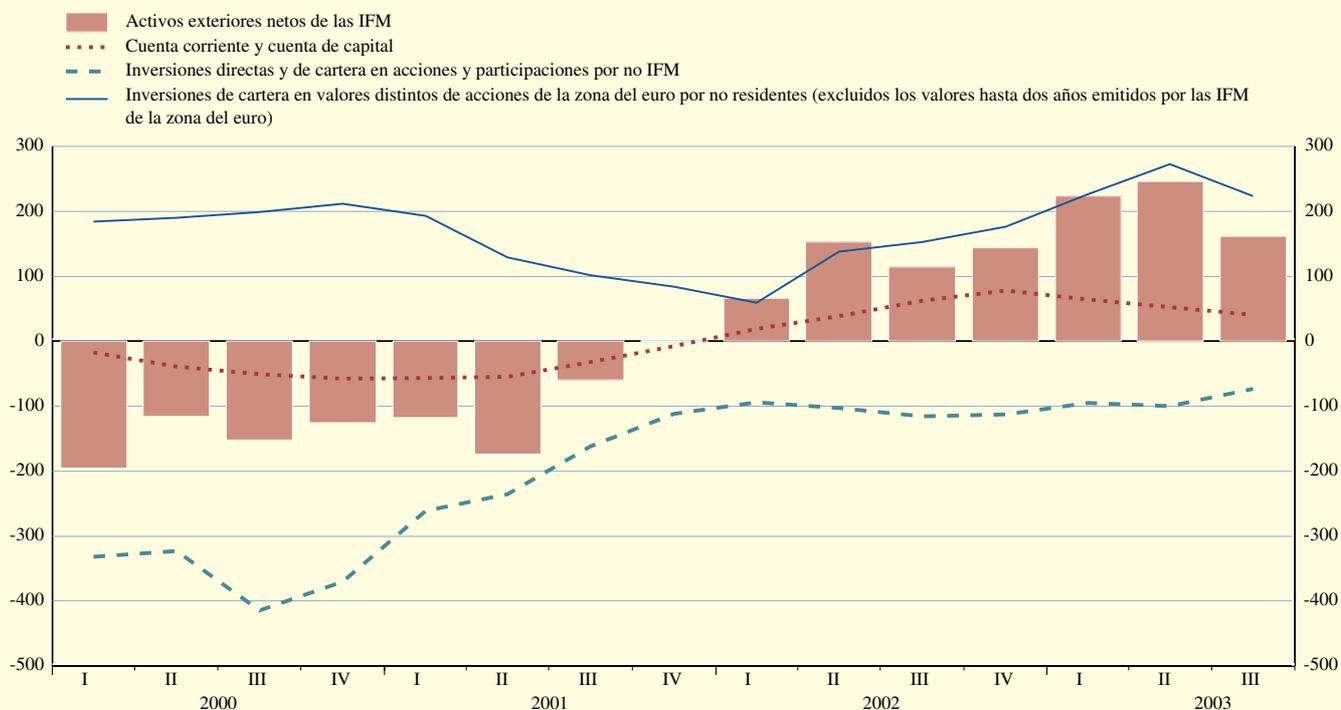
## 7.2 Presentación monetaria de la balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro Memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no resid. en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y particip. <sup>1)</sup>						
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	166,0
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	86,0
2003 I	4,4	-34,5	35,7	-11,4	6,7	45,7	-48,7	18,2	-2,5	20,7	34,4	30,7
II	-5,4	-42,1	40,4	-77,3	32,9	133,2	-20,5	0,0	-1,5	38,4	98,1	96,2
III	16,2	-28,2	17,5	-50,3	23,5	-7,3	-3,3	-5,8	-4,5	-7,3	-49,4	-50,6

## 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: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)</b>													
1999	4,3	9,7	815,3	381,1	178,0	218,5	711,0	784,4	424,9	145,6	192,6	592,3	62,5
2000	21,7	29,4	1.001,2	480,1	217,5	261,4	874,8	1.024,0	589,5	183,0	220,9	744,9	122,6
2001	6,1	-0,9	1.063,8	492,7	236,5	287,7	932,1	1.012,6	576,1	178,3	226,6	738,7	107,8
2002	2,1	-2,7	1.085,9	500,7	230,3	308,4	948,9	985,3	557,4	163,5	233,6	717,4	105,2
2002 II	2,8	-3,3	273,6	126,8	57,7	77,2	239,3	248,6	141,7	40,0	58,3	180,4	27,0
III	3,8	-1,4	272,0	124,6	57,8	78,2	237,8	245,7	138,8	41,9	58,0	180,5	26,4
IV	2,3	2,4	269,7	124,6	57,0	76,4	235,3	247,4	139,4	40,8	59,2	178,1	27,8
2003 I	-1,2	3,1	266,1	122,7	55,2	74,8	230,2	249,5	142,1	40,4	58,2	176,9	29,9
II	-6,0	-3,5	259,4	119,8	53,4	72,4	225,2	243,0	133,5	38,5	59,1	175,7	25,4
III	-2,8	-2,4	264,1	120,5	55,8	73,8	229,4	240,6	132,2	37,8	58,2	174,0	26,0
2003 Jun	-5,7	-2,8	86,0	39,2	18,3	23,6	74,6	80,0	43,2	12,8	19,9	58,6	8,0
Jul	-3,7	-3,1	87,2	39,2	18,8	24,2	75,4	79,6	43,4	12,7	19,4	58,5	8,6
Ago	-6,1	-5,2	88,3	40,9	17,9	24,7	76,7	81,3	44,6	12,5	19,5	57,2	8,9
Sep	1,1	0,9	88,7	40,4	19,1	24,9	77,3	79,7	44,2	12,6	19,4	58,2	8,5
Oct	-2,7	-2,9	88,0	39,5	18,2	24,7	76,0	80,8	43,8	13,1	19,8	58,9	8,2
Nov	-6,4	-2,3	87,4	40,1	17,5	24,4	76,0	83,1	44,5	14,6	19,5	59,6	8,1
<b>En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)</b>													
1999	2,0	6,0	88,2	88,1	88,0	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	108,5	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,8
2002	2,8	-0,3	108,2	105,1	106,2	115,2	108,3	98,5	98,7	90,0	104,1	96,4	100,3
2002 II	3,5	-0,1	108,6	106,2	105,5	114,9	108,8	98,8	99,5	87,2	103,5	96,3	98,9
III	5,8	2,1	109,1	105,4	107,3	117,7	109,1	98,9	98,6	93,1	104,3	97,8	100,5
IV	3,4	1,8	108,1	104,7	106,0	115,0	108,1	98,7	97,9	91,3	105,9	96,6	101,8
2003 I	1,4	3,0	108,0	104,5	104,2	114,2	107,2	99,8	98,9	93,4	106,3	97,6	96,3
II	-2,4	1,6	106,9	103,7	102,5	111,6	106,3	101,6	99,0	90,5	108,7	98,5	103,7
III	0,0	0,9	109,0	104,6	107,4	113,7	108,5	100,1	97,7	87,9	106,5	97,3	105,7
2003 Jun	-1,9	2,7	107,0	102,8	105,7	109,4	106,4	101,2	97,6	91,0	110,0	99,2	100,4
Jul	-0,9	1,3	108,0	102,5	107,5	111,8	106,7	100,4	97,2	89,4	107,0	98,8	108,0
Ago	-3,2	-2,2	109,5	106,3	103,9	114,3	109,0	101,4	98,6	87,9	106,9	96,2	104,1
Sep	3,8	3,3	109,6	105,1	110,7	114,9	109,7	98,4	97,3	86,3	105,6	96,9	105,1
Oct	0,9	1,1	109,5	102,7	105,0	115,0	108,5	100,7	96,9	92,2	108,5	98,9	98,6
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)</b>													
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	102,8	100,6	98,4	96,7	100,3	102,2	100,7	89,0
III	-1,9	-3,4	99,6	98,5	99,1	101,7	99,7	97,2	95,6	98,4	100,7	99,1	85,7
IV	-1,1	0,6	99,7	99,1	98,8	101,7	99,6	98,0	96,7	97,8	101,3	99,0	89,0
2003 I	-2,6	0,1	98,5	97,8	97,4	100,2	98,2	97,7	97,6	94,7	99,1	97,3	101,3
II	-3,7	-5,0	97,0	96,3	95,7	99,3	96,8	93,5	91,6	93,1	98,6	95,9	80,0
III	-2,8	-3,3	96,8	96,0	95,5	99,4	96,7	94,0	91,9	94,1	99,0	96,1	80,2
2003 Jun	-3,9	-5,3	96,4	95,2	95,5	99,0	96,2	92,7	90,2	92,5	98,3	95,2	78,1
Jul	-2,8	-4,3	96,8	95,7	96,5	99,4	96,9	93,1	90,9	93,1	98,5	95,4	78,2
Ago	-3,0	-3,1	96,7	96,2	94,8	99,2	96,6	94,0	92,1	93,4	98,9	95,8	83,3
Sep	-2,6	-2,4	97,0	96,1	95,3	99,5	96,7	94,9	92,7	95,7	99,7	96,9	79,2
Oct	-3,6	-4,0	96,4	96,1	95,6	98,8	96,1	94,2	92,0	93,4	99,2	96,0	81,7
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
<b>Exportaciones (f.o.b)</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	173,3	34,3	153,8	56,5	47,1	126,2
2001	1.063,8	202,1	36,9	24,3	105,8	66,4	180,2	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,9	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,0	170,5	59,4	43,4	148,5
2002 II	273,6	51,9	9,2	6,4	28,1	16,1	45,9	8,3	42,8	15,2	11,5	37,3
III	272,0	51,4	9,2	6,3	28,3	16,3	46,1	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
IV	269,7	49,8	9,4	6,4	28,1	15,7	45,4	8,3	42,5	14,5	10,4	37,6
2003 I	266,1	48,7	9,6	6,4	28,5	16,4	43,2	7,8	42,2	14,5	10,4	37,9
II	259,4	46,9	9,5	6,1	29,2	15,5	41,4	7,6	41,6	14,5	9,6	37,7
III	264,1	48,0	9,5	6,3	30,1	15,3	41,6	7,8	43,5	15,1	9,1	.
2003 Jun	86,0	15,5	3,1	2,0	9,6	5,1	13,3	2,4	13,8	4,7	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	88,3	15,9	3,2	2,2	10,2	5,1	13,9	2,5	14,6	4,8	2,9	12,7
Sep	88,7	16,1	3,2	2,1	10,0	4,9	14,3	2,6	15,1	5,2	3,2	.
Oct	88,0	16,0	3,2	2,0	9,5	5,1	13,6	2,7	14,4	5,1	2,9	.
Nov	87,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>												
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	1.024,0	159,4	39,0	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,6	154,3	34,4	21,3	88,9	53,0	138,0	58,6	208,3	74,0	40,9	140,3
2002	985,3	149,7	35,6	22,9	93,5	52,1	125,7	52,7	204,8	67,8	39,4	140,2
2002 II	248,6	38,8	9,0	5,7	23,4	13,4	31,6	13,0	50,3	17,2	9,7	36,2
III	245,7	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,1	13,4	51,6	16,4	9,8	34,5
IV	247,4	35,8	9,2	5,9	24,0	12,7	30,4	13,4	52,7	16,8	9,8	35,9
2003 I	249,5	35,2	9,0	5,9	24,7	13,3	27,9	13,5	52,9	18,4	9,7	38,3
II	243,0	33,8	9,0	5,7	25,1	12,6	28,1	13,1	53,0	16,9	9,6	36,3
III	240,6	33,7	9,0	5,6	25,1	12,5	27,8	12,4	52,6	16,7	9,6	.
2003 Jun	80,0	11,4	2,9	1,9	8,2	4,1	9,1	4,3	17,7	5,3	3,1	11,9
Jul	79,6	11,2	2,9	1,8	8,6	4,2	9,4	4,2	17,5	5,7	3,2	11,8
Ago	81,3	11,5	3,0	1,9	8,0	4,2	9,1	4,1	17,3	5,4	3,2	12,4
Sep	79,7	11,0	3,1	1,9	8,5	4,1	9,3	4,0	17,8	5,6	3,2	.
Oct	80,8	11,2	3,0	1,9	8,9	4,1	8,9	4,2	17,8	5,6	3,2	.
Nov	83,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>En porcentaje del total de importaciones</i>												
2002	100,0	15,2	3,6	2,3	9,5	5,3	12,8	5,3	20,8	6,9	4,0	14,2
<b>Balance</b>												
1999	30,9	28,0	0,3	2,1	17,3	12,4	20,6	-27,9	-36,5	-0,7	8,4	6,9
2000	-22,8	29,8	0,2	1,5	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	100,6	56,2	1,5	2,3	18,6	12,0	58,5	-19,7	-34,3	-8,4	4,0	8,3
2002 II	25,0	13,1	0,2	0,7	4,7	2,7	14,3	-4,7	-7,5	-2,0	1,7	1,1
III	26,3	14,3	0,3	0,5	4,8	3,1	15,0	-4,9	-8,3	-1,4	0,7	3,2
IV	22,3	14,0	0,3	0,5	4,1	2,9	15,0	-5,1	-10,2	-2,4	0,6	1,7
2003 I	16,7	13,6	0,5	0,6	3,8	3,2	15,3	-5,7	-10,6	-3,9	0,7	-0,4
II	16,4	13,1	0,4	0,4	4,1	3,0	13,3	-5,5	-11,4	-2,4	-0,1	1,4
III	23,5	14,3	0,5	0,7	5,0	2,8	13,8	-4,6	-9,1	-1,5	-0,5	.
2003 Jun	6,0	4,0	0,2	0,0	1,4	1,1	4,2	-2,0	-4,0	-0,6	0,2	0,8
Jul	7,5	4,8	0,2	0,2	1,3	1,0	4,0	-1,6	-3,7	-0,6	-0,2	1,5
Ago	7,0	4,4	0,1	0,3	2,2	0,9	4,8	-1,6	-2,7	-0,5	-0,3	0,4
Sep	9,0	5,1	0,1	0,2	1,5	0,9	5,0	-1,4	-2,7	-0,4	0,1	.
Oct	7,2	4,9	0,2	0,1	0,6	1,0	4,7	-1,5	-3,4	-0,5	-0,3	.
Nov	4,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

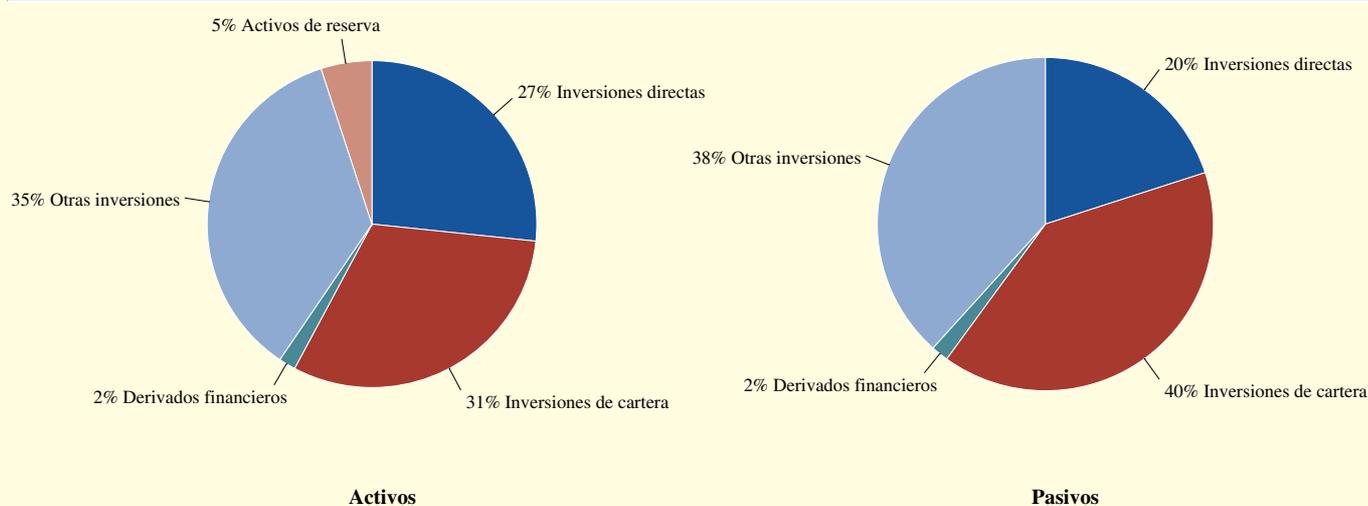
## 7.4 Posición de inversión internacional

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

### 1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total	Total en porcentaje del PIB	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7
Posición de inversión internacional neta							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Activos: Saldos vivos							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,1	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
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

	Euro-sistema						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
<b>Eurosistema</b>																
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 Dic	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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
Dic	306,9	130,0	393,543	4,4	23,3	149,3	10,0	30,4	107,8	-	-	-	1,1	0,0	19,6	-15,6
<b>De los cuales, depositados en el Banco Central Europeo</b>																
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 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
Dic	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5

Fuente: BCE.

# 8

## TIPOS DE CAMBIO

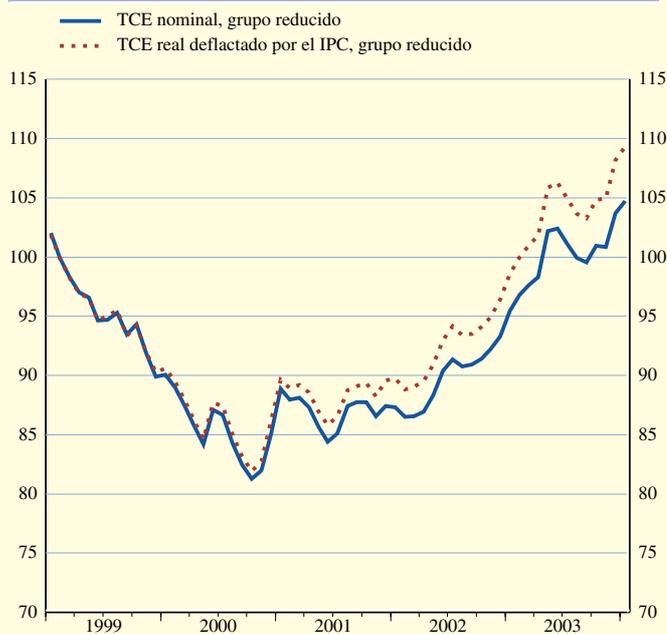
### 8.1 Tipos de cambio efectivo

(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	103,3	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	105,2	.	.	.	109,1	104,2
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	103,1	-	-	-	106,4	101,6
Sep	99,5	103,3	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	107,1	-	-	-	111,2	106,3
2004 Ene	104,7	109,3	108,1	-	-	-	112,3	107,0
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2004 Ene	1,0	1,1	0,9	-	-	-	1,0	0,7
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2004 Ene	9,7	10,9	8,8	-	-	-	9,4	9,2

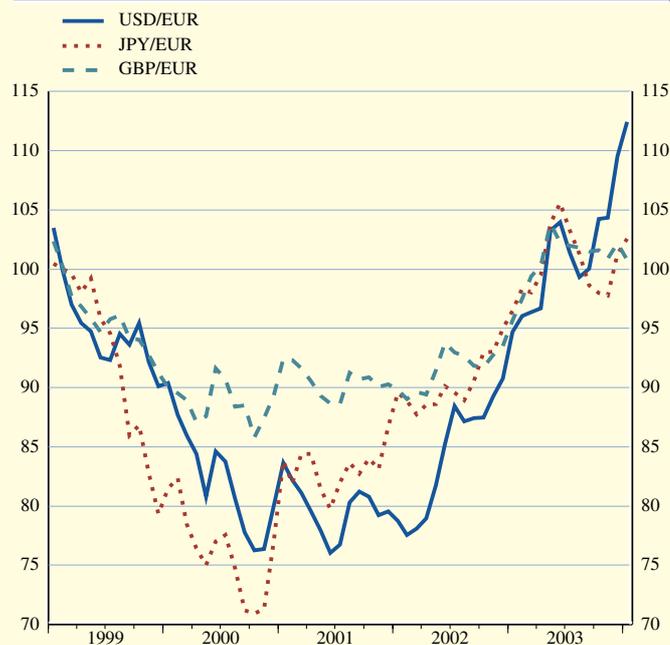
### C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



### C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)



Fuente: BCE.

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

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

	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 sud-africano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
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
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
2004 Ene	1,2613	0,69215	134,13	1,5657	9,1368	1.492,23	9,7951	7,4481	2,1415	1,6346	8,5925	1,6374	87,69	1,8751	8,7788
% variación sobre mes anterior															
2004 Ene	2,7	-1,4	1,3	0,7	1,3	1,9	2,7	0,1	1,9	1,3	4,3	-1,5	-2,2	-1,2	9,8
% variación sobre año anterior															
2004 Ene	18,7	5,3	6,4	7,1	-0,4	19,4	18,2	0,2	16,2	-0,1	17,2	-10,1	3,8	-4,6	-4,9

	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	1,9493	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	1,9466	37,410	1.569.762
IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
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
2004 Ene	0,58647	32,724	15,6466	264,32	3,4531	0,6707	0,4301	4,7128	237,3167	40,731	1,9557	41,107	1.698.262
% variación sobre mes anterior													
2004 Ene	0,3	1,2	0,0	-0,2	0,0	1,2	-0,1	1,1	0,3	-1,0	0,1	1,3	-3,6
% variación sobre año anterior													
2004 Ene	1,7	3,9	0,0	10,0	0,0	8,3	2,6	15,8	2,9	-2,2	0,0	15,7	-3,9

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
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	2,3	1,4	-0,1	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	.	0,7	5,7	8,8
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	1,9	1,3	0,8	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	.	1,4	5,0	9,9
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	1,8	1,3	1,0	1,2	2,2	3,5	-1,3	5,6	.	1,6	4,7	9,5
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rendimiento de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2003 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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2004 Ene	4,35	4,65	4,84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-2,9	0,2	-8,0
2002	2,6	4,3	-1,6	-6,0	-11,9	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-2,6	1,4	-7,6
2003 I	2,2	5,4	-0,2	-2,5	-18,3	-14,9	-5,4	-3,5	-5,3	-11,0	-3,6	-0,4	-1,7
II	2,9	5,3	-3,5	-7,2	-12,4	.	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,0	-0,4	-0,8
III	4,5	6,2	-2,6	-7,8	-12,5	.	-10,0	-5,3	-6,0	3,2	-1,0	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	5,6	5,6	.	7,6	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	7,8	.	6,5	17,1
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	6,0	6,0	.	7,6	9,8	4,7	10,4	12,0	5,8	8,1	.	6,5	16,6
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	4,9	7,6	9,9	4,6	10,4	12,1	5,8	8,1	19,1	6,6	16,6
Nov	6,0	6,0	.	7,6	9,7	4,6	10,4	12,0	5,8	8,1	19,1	6,5	16,6
Dic	6,1	6,0	.	7,6	9,7	4,8	10,5	11,8	5,9	8,1	.	6,4	16,6

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

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

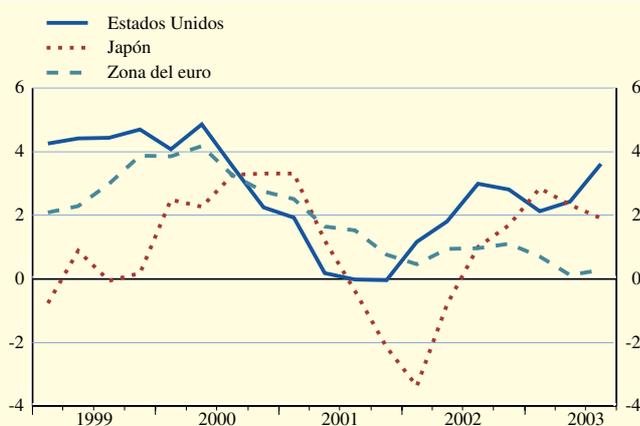
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

### 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 <sup>1)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>2)</sup> en %	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>2)</sup> en %	Tipo de cambio en <sup>3)</sup> moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en %	Deuda pública bruta en <sup>4)</sup> % 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	45,7
2003	2,3	.	3,1	0,1	6,0	6,5	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	45,7
2003 I	2,9	0,1	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,073	-4,2	46,2
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	7,8	1,13	4,22	1,125	-5,2	47,7
IV	1,9	.	4,3	1,8	5,9	4,8	1,17	4,27	1,189	.	.
2003 Sep	2,3	-	-	0,1	6,1	7,3	1,14	4,29	1,122	-	-
Oct	2,0	-	-	0,9	6,0	6,5	1,16	4,27	1,169	-	-
Nov	1,8	-	-	1,8	5,9	4,6	1,17	4,29	1,170	-	-
Dic	1,9	-	-	2,7	5,7	3,4	1,17	4,26	1,229	-	-
2004 Ene	.	-	-	.	.	.	1,13	4,13	1,261	-	-
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	-0,3	.	.	3,1	.	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	5,2	1,8	0,05	1,20	132,1	.	.
IV	-0,3	.	.	4,0	.	1,5	0,06	1,38	129,4	.	.
2003 Sep	-0,2	-5,1	-	4,1	5,1	1,8	0,05	1,45	128,9	-	-
Oct	0,0	-4,3	-	3,8	5,2	1,5	0,06	1,40	128,1	-	-
Nov	-0,5	.	-	2,6	5,2	1,6	0,06	1,38	127,8	-	-
Dic	-0,4	.	-	5,7	.	1,5	0,06	1,35	132,4	-	-
2004 Ene	.	.	-	.	.	.	0,06	1,33	134,1	-	-

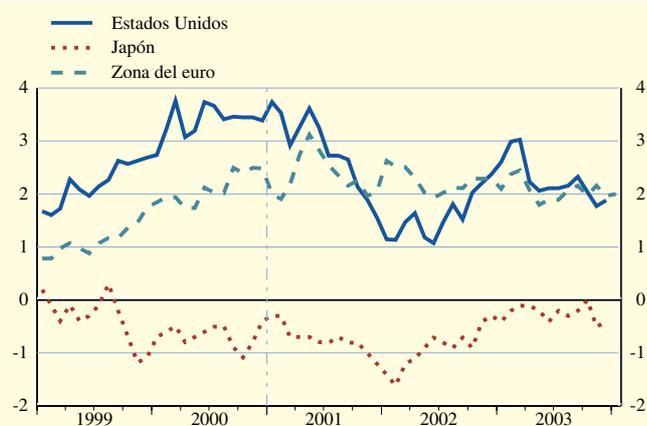
### C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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

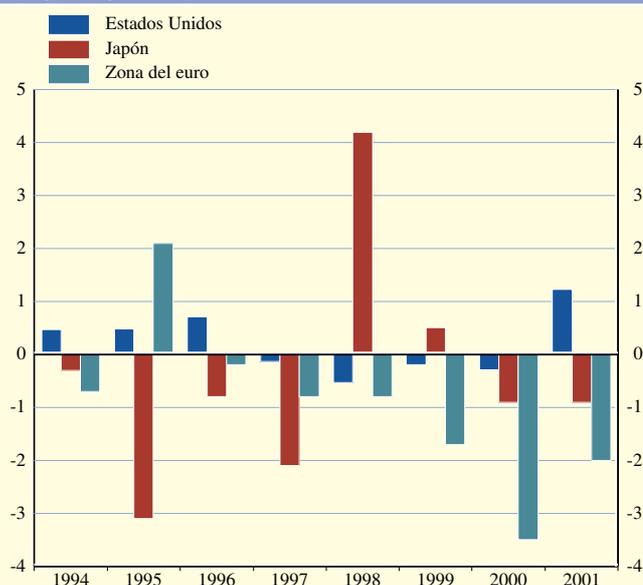
(en porcentaje del PIB)

### 2. Ahorro, inversión y financiación

	Ahorro e inversión nacionales			Inversión y financiación de las sociedades no financieras						Inversión y financiación de los hogares <sup>1)</sup>			
	Ahorro bruto	Formación bruta de capital	Capacidad de financiación frente al resto del mundo	Formación bruta de capital	Formación bruta de capital fijo	Adquisiciones netas de activos financieros	Ahorro bruto	Pasivos netos contraídos	Valores, incluidas acciones	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	18,1	20,7	-3,0	9,4	8,6	10,5	8,0	10,7	2,9	12,6	4,7	11,0	6,2
2000	18,0	20,8	-4,0	9,4	8,9	12,3	7,5	12,6	2,6	12,7	3,7	11,1	5,9
2001	16,4	19,1	-3,8	7,9	8,3	1,9	7,6	0,6	1,8	13,2	6,5	11,1	6,0
2002	14,7	18,4	-4,4	7,5	7,4	2,3	8,2	1,9	0,2	13,0	5,1	11,3	7,0
2001 IV	16,2	18,1	-3,2	7,1	7,7	0,7	8,5	-1,3	2,1	13,5	3,9	11,0	4,2
2002 I	15,4	18,3	-4,0	7,3	7,6	1,6	8,2	1,3	0,4	12,9	6,0	11,4	7,0
II	15,1	18,4	-4,6	7,4	7,4	2,5	8,2	1,8	0,7	12,9	5,1	11,6	5,8
III	14,5	18,5	-4,5	7,6	7,3	2,2	8,1	2,0	-1,5	13,2	4,9	11,3	6,4
IV	13,8	18,4	-4,7	7,5	7,2	2,8	8,3	2,5	1,1	12,9	4,4	10,8	8,6
2003 I	12,9	18,1	-4,9	7,2	7,2	5,7	7,9	5,4	0,6	12,8	6,1	10,6	8,4
II	13,2	18,2	-5,0	7,2	7,2	5,5	8,5	4,6	1,7	13,1	13,0	11,3	12,9
III	13,2	18,4	-4,7	7,2	7,3	5,6	8,9	4,1	0,2	13,5	5,2	11,4	7,4
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

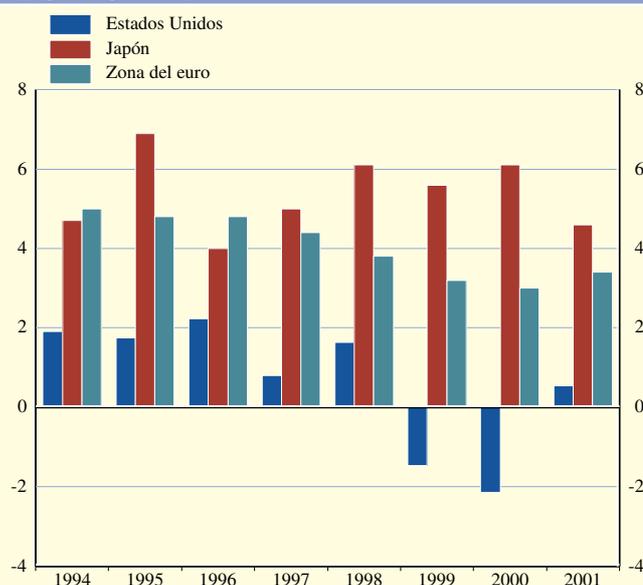
### C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



### C38 Capacidad de financiación de los hogares<sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)



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

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

## LISTA DE GRÁFICOS

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



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### (I. EVOLUCIÓN MONETARIA Y TIPOS DE INTERÉS)

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

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

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](http://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:

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

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:

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

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

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de 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 ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.3

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO

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

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

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

1 Para más detalles, véanse "Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area", BCE (agosto 2000) y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), sección "Statistics", apartado "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, pp. 127-152, o "X-12-ARIMA Reference Manual", Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase Gómez, V. y 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:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de 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:

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

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

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

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

## RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

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

## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S74). En los datos originales de la balanza de bienes y servicios se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de «días laborables» y «Semana Santa» os datos sobre los ingresos de la balanza de rentas están sujetos a

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

ajustes previos por «días laborales». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los datos de la balanza de rentas y de transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro 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 4 de febrero 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 incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM

de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

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

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

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

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

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la

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

## CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación de los sectores no financieros. En lo que respecta a la financiación (pasivos), los datos se desagregan por sectores, conforme al SEC 95, y por vencimiento inicial («a corto plazo» se refiere a un plazo a la emisión menor o igual a un año; «a largo plazo», a un plazo superior a un año). En la medida de lo posible, se presenta por separado la financiación concedida por las IFM. La información sobre la inversión financiera (activos) es actualmente menos detallada que la relativa a la financiación, especialmente porque no es posible realizar una desagregación por sectores.

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

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.12.2003, p. 19.

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 95<sup>3</sup>. El BCE está incluido en el Eurosistema.

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

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

En la sección 4.7 se recogen los rendimientos de la deuda pública para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos a dos, tres, cinco y siete años correspondían a valores a fin de período, y los rendimientos a diez años, a medias del período. A partir de ese momento, todos son medias del período. Hasta diciembre de 1998, los rendimientos de la zona del euro se calculaban a partir de los rendimientos armonizados de la deuda pública de los distintos países ponderados por el

PIB. A partir de esa fecha, las ponderaciones corresponden a los saldos nominales de la deuda pública en cada banda de plazos. Para Estados Unidos y Japón, los rendimientos a diez años son medias del período.

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

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

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de 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 n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo, de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE, secciones C a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n.º 586/2001 de la Comisión, de 26 de marzo de 2001<sup>5</sup>. Los precios industriales

reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

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

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

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

Las ventas del comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA, de todo el comercio al por menor, salvo las ventas de automóviles y motocicletas y las reparaciones. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones

4 DO L 162, 5.6.199, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2002, p. 11.

armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.3 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados de la zona del euro son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo.

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>6</sup>, 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, al 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)<sup>7</sup>, 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.

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

<sup>6</sup> DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

<sup>7</sup> DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

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 tiene 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. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse una publicación titulada *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (octubre 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos conforme a la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los cálculos realizados por el BCE para determinar los índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, basados en medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. El grupo reducido está integrado por Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Suiza, Suecia, Corea

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

n.º 2 del BCE (*The effective exchange rate of the euro*, de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman, febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

### EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE 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 EUROSISTEMA<sup>1</sup>

## 3 DE ENERO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

Decide, también, adjudicar 20 mm de euros en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se lleven a cabo en el año 2002. Al establecer este importe se tienen en cuenta las necesidades de liquidez previstas del sistema bancario de la zona del euro en el 2002 y el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la financiación requerida por el sector financiero a través de sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá modificar dicho importe a lo largo del año si las necesidades de liquidez evolucionan de forma imprevista.

## 7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO, 4 DE ABRIL, 2 DE MAYO, 6 DE JUNIO Y 4 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

## 10 DE JULIO DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el segundo semestre del 2002, de 20 mm de euros a 15 mm de euros. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el segundo semestre del 2002, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

## 1 DE AGOSTO, 12 DE SEPTIEMBRE, 10 DE OCTUBRE Y 7 DE NOVIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,25%, 4,25% y 2,25%, respectivamente.

## 5 DE DICIEMBRE DE 2002

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de diciembre de 2002. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3,75% y el 1,75%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de diciembre de 2002.

Decide, además, que el valor de referencia para la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 se mantenga en el 4,5%.

## 9 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,75%, 3,75% y 1,75%, respectivamente.

## 23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria,

<sup>1</sup> 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.

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.

#### **5 DE FEBRERO 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.



## 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 noviembre del 2003 y enero del 2004. Las publicaciones se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la División de Prensa e Información mediante petición escrita a la dirección postal que figura en la contraportada.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>).

### INFORME ANUAL

“Informe Anual 2002”, abril 2003.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», enero 2003.
- «CLS - Finalidad, concepto e implicaciones», enero 2003.
- «La relación entre la política monetaria y las políticas fiscales de la zona del euro», febrero 2003.
- «Regímenes de tipo de cambio para las economías emergentes», febrero 2003.
- «La necesidad de reformas integrales para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población», abril 2003.
- «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro», abril 2003.
- «Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro», abril 2003.
- «Tendencias recientes de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro», mayo 2003.
- «Electronificación de los pagos en Europa», mayo 2003.
- «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», mayo 2003.
- «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», junio 2003.
- «Tendencias de la formación bruta de capital fijo en la zona del euro», julio 2003.
- «Experiencia inicial en la gestión de la producción y emisión de billetes en euros», julio 2003.
- «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema», agosto 2003.
- «Evolución reciente del sector bancario de la zona del euro», agosto 2003.
- «Evolución de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes», agosto 2003.
- «Evolución reciente de las estructuras financieras de la zona del euro», octubre 2003.
- «Integración de los mercados financieros europeos», octubre 2003.
- «Evolución del endeudamiento del sector privado de la zona del euro», noviembre 2003.
- «Resolución de crisis en economías emergentes: retos para la comunidad internacional», noviembre 2003.
- «El papel internacional del euro: principales novedades desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria», noviembre 2003.
- «La UEM y la dirección de las políticas fiscales», enero 2004.
- «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», enero 2004.
- «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», enero 2004.
- «Las economías de los países adherentes en el umbral de la UE», febrero 2004.
- «Evolución de los balances de situación y del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», febrero 2004.
- «Los efectos de la contabilidad por el valor razonable en el sector bancario europeo, una perspectiva de estabilidad financiera », febrero 2004.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
- 9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 299 «Import prices and pricing-to-market effects in the euro area», por T. Warmedinger, enero 2004.
- 300 «Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system», por M. Manna, enero 2004.
- 301 «Inflation and relative price asymmetry», por A. Ratfai, enero 2004.

## OTRAS PUBLICACIONES

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).
- Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.
- «The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.
- «Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.
- «Developments in national supervisory structures», junio 2003.
- «Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.
- «Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.
- «Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.
- «Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.
- «Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.
- «The new Basel Capital Accord», agosto 2003.
- «Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.
- «Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Unión the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.
- «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.
- «Correspondent central banking model (CCBM): procedures for eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.  
«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.  
«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.  
«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.  
«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.  
«TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003», noviembre 2003.  
« TARGET2: the payment system of the eurosystem», noviembre 2003.  
«Seasonal adjustment», noviembre 2003.  
«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.  
«EU banking sector stability», noviembre 2003.  
«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.  
«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.  
«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.  
«The monetary policy of the ECB», enero 2004.  
«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«Information Guide for credit institutions using TARGET», julio 2003.



## GLOSARIO

**Activos exteriores netos de las IFM:** comprende los activos exteriores de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes en monedas distintas del euro, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos los pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos mantenidos por no residentes en la zona del euro, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM con plazo inferior o igual a dos años).

**Administraciones Públicas:** comprende las administraciones central, regional y local, así como las administraciones de Seguridad Social. Las unidades de titularidad pública que llevan a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas, quedan excluidas, en principio, del concepto Administraciones Públicas.

**Balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM):** el balance agregado de las IFM se obtiene excluyendo las posiciones cruzadas entre las IFM (principalmente, eliminando los préstamos recíprocos entre las IFM).

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes dentro y fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. El comercio dentro de la zona del euro registra las entradas y salidas de bienes entre los países de la zona, al tiempo que el comercio fuera de la zona registra el comercio exterior de la zona del euro con el resto del mundo. Las estadísticas del comercio exterior no son directamente comparables con las importaciones y exportaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios.

**Coste laboral bruto mensual:** medida de los sueldos y salarios brutos mensuales de los asalariados, que incluye sus cotizaciones a la Seguridad Social.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producción, calculada para la zona del euro como la ratio de la remuneración total de los asalariados en relación con el producto interior bruto.

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** comprende los préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro y los valores emitidos por residentes en la zona mantenidos por las IFM. Los valores comprenden acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones.

**Curva de rendimientos:** describe la relación entre tipos de interés a distintos plazos en un momento determinado. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés a dos plazos distintos.

**Deriva salarial:** medida de la brecha entre la tasa de crecimiento de los sueldos y salarios efectivamente pagados y la de los salarios base negociados en convenio (debido, por ejemplo, a otros conceptos, como primas salariales y primas por promoción, así como cláusulas de salvaguarda para hacer frente a la inflación no esperada).

**Deuda (cuentas financieras):** incluye los préstamos, los valores distintos de acciones y las reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin del período. En las cuentas financieras trimestrales, la deuda no incluye los préstamos concedidos por los sectores no financieros (por ejemplo, los préstamos entre empresas

relacionadas) o por entidades de crédito de fuera de la zona del euro, si bien estos componentes se incluyen en las cuentas financieras anuales.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** valores de renta fija cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuestas de opinión de la CE:** encuestas económicas cualitativas a empresarios y consumidores realizadas por la Comisión Europea. Las preguntas van dirigidas a los directivos del sector manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. Los indicadores de confianza son indicadores compuestos o sintéticos, calculados como la media aritmética de los saldos en términos de diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas y negativas de varios componentes (véase cuadro 5.2.5 de la sección “Estadísticas de la zona del euro” para más información).

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, basada en operaciones.

**Estabilidad de precios:** el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Exigencia de reservas:** reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central, y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los países de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero de la zona del euro:** media ponderada de los precios de los consumos intermedios en las manufacturas, calculada a partir de las encuestas sobre la actividad en el sector manufacturero realizadas en algunos países de la zona del euro.

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Instituciones financieras monetarias (IFM):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

**Inversiones de cartera:** registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona (“activos”) y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona (“pasivos”). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

**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 deber 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 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 pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos

los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda (Administraciones Públicas):** la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

**Remuneración por asalariado:** se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total dividida por el número total de asalariados.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta por el cual las entidades de contrapartida 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.

