



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
ABRIL**





BANCO CENTRAL EUROPEO



BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2004

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

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

© Banco Central Europeo, 2004

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 31 de marzo de 2004.*

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

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	9
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	12
Precios y costes	31
Producto, demanda y mercado de trabajo	37
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	44
Recuadros	
1 Publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación	19
2 Reacción de los mercados bursátiles a los atentados terroristas del 11 de marzo de 2004 en Madrid	28
3 Evolución reciente de las expectativas de inflación a largo plazo	35
4 Primera estimación de la cifra de negocios del comercio al por menor en la zona del euro	42
ARTÍCULOS	
La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios	49
Evolución futura del sistema TARGET	63
Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro	71
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo	V
GLOSARIO	IX

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 1 de abril 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.

Sobre la base del análisis económico y monetario que realiza periódicamente, el Consejo de Gobierno sigue considerando que su valoración de la actual orientación de la política monetaria está en consonancia con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, no se modificaron los tipos de interés oficiales del BCE. El reducido nivel de los tipos de interés constituye un estímulo constante a la recuperación económica de la zona del euro. El Consejo de Gobierno continuará realizando un atento seguimiento de todos los factores que pudieran influir en su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Por lo que respecta al análisis económico, parece que la recuperación del crecimiento del PIB real de la zona del euro ha proseguido en el 2004, tras el crecimiento del 0,3%-0,4%, en tasas intertrimestrales, registrado en el segundo semestre del 2003. Los indicadores económicos recientemente publicados resultan contradictorios, señalando cierta incertidumbre a corto plazo. Además, la información preliminar disponible no sugiere una repercusión significativa de los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid sobre las perspectivas económicas. En conjunto, no existe en la actualidad evidencia que contradiga la valoración de un crecimiento continuado, si bien modesto, del PIB de la zona del euro a corto plazo.

A un plazo más largo, se siguen dando las condiciones para que la recuperación prosiga en el 2004 y se intensifique a lo largo del tiempo. En primer lugar, la recuperación de la economía mundial es vigorosa y de carácter generalizado, tanto geográficamente como en cuanto a los sectores, proporcionando por tanto a la zona del euro un entorno exterior positivo. En este contexto, se estima que las exportaciones de la zona

del euro crecerán de forma significativa este año y el próximo, a pesar de la ligera pérdida de competitividad en términos de precios experimentada en el pasado.

En segundo lugar, en cuanto al ámbito interno, las favorables condiciones de financiación, una mejora de los beneficios empresariales y la incidencia de las tendencias de la demanda mundial deberán respaldar la inversión. En el último trimestre del pasado año, se apreciaron ya algunos signos de mejora en la inversión de capital fijo. En cuanto al consumo privado, el crecimiento de la renta real disponible deberá dar lugar a un aumento del gasto, en un período en el que no existen restricciones financieras que constituyan un obstáculo para el incremento del gasto de los hogares. Más adelante, la mejora del empleo y de las expectativas relativas al mismo deberán también fomentar el consumo privado.

Esta evaluación se ve avalada por las previsiones y las proyecciones disponibles, aunque, evidentemente, de cara al futuro tiene carácter condicional y está sujeta a riesgos. En la presente coyuntura, los riesgos están relacionados fundamentalmente con los persistentes desequilibrios existentes en algunas regiones del mundo y con la debilidad del consumo privado en la zona del euro. En relación con el consumo privado, los ciudadanos de la zona del euro que aún tienen la percepción de que la inflación es elevada, pueden tener la seguridad de que las mediciones oficiales son exactas y de que el Consejo de Gobierno seguirá manteniendo la estabilidad de precios en el futuro. Por otro lado, las incertidumbres en cuanto a las políticas fiscales y a las reformas estructurales en algunos países de la zona del euro podrían haber incidido negativamente en el sentimiento de los consumidores. Garantizar la claridad sobre el contenido y el calendario de estas reformas, así como una mejor comprensión de los beneficios que suponen para todos los ciudadanos, representaría una contribución muy importante para reforzar la confianza.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC permaneció en el



1,6% en marzo, sin variación con respecto a febrero, e inferior al 1,9% registrado en enero. No obstante, la tasa de inflación interanual podría elevarse de nuevo durante los próximos meses, debido, principalmente, a los efectos base relacionados con los precios energéticos y al aumento de los impuestos indirectos.

Al margen de estas fluctuaciones a corto plazo, se espera que la evolución de los precios se mantenga acorde con la estabilidad de precios. Dado el ritmo gradual de la recuperación económica prevista, la evolución de los salarios debería seguir siendo moderada. Los últimos datos sobre el crecimiento salarial correspondientes al último trimestre del 2003 avalan esta opinión. Asimismo, la pasada apreciación del tipo de cambio del euro seguirá suavizando las presiones sobre los precios de importación y deberá moderar, además, el efecto inflacionista del incremento de los precios de las materias primas, parcialmente relacionado con la fuerte demanda mundial.

Si bien estas perspectivas de evolución de los precios resultan acordes con las previsiones y las proyecciones disponibles, debe tenerse presente la naturaleza condicional de este ejercicio. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un atento seguimiento de todos los indicadores, con especial atención al aumento de los precios de las materias primas y a la evolución a largo plazo de las expectativas de inflación.

En lo concerniente al análisis monetario, el crecimiento interanual de M3 se ha moderado desde el verano del 2003, si bien de forma paulatina. Al mismo tiempo, el crecimiento de los préstamos concedidos al sector privado ha ido aumentando. Parece que el crecimiento monetario y el del crédito se han visto favorecidos por el reducido nivel de los tipos de interés existente en la zona del euro, al tiempo que podrían reflejar la mejora del entorno económico observada desde el verano del 2003.

Dado el fuerte crecimiento de M3 durante los últimos años, el nivel de liquidez actualmente disponible en la zona del euro es superior al necesario para financiar un crecimiento no inflacionista. Los

efectos de esta elevada liquidez sobre la inflación a medio plazo dependerán en gran medida de la evolución futura tanto de la economía como de los mercados financieros. Si el exceso de liquidez persistiese, podría generar presiones inflacionistas a medio plazo.

En resumen, el análisis económico continúa indicando que las perspectivas de la evolución de los precios a medio plazo están en consonancia con la estabilidad de precios. Estas perspectivas no ven alteradas cuando se contrastan con el análisis monetario.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno observa que subsisten motivos de preocupación. Los datos más recientes indican que se están produciendo desequilibrios significativos en un número creciente de países, y que es posible que las actuales políticas no sean suficientes para lograr los objetivos de saneamiento establecidos en los últimos programas de estabilidad. Se insta a todos los gobiernos afectados a que adopten medidas correctivas de forma oportuna y continuada.

En lo relativo a las reformas estructurales, el Consejo de Gobierno ha acogido favorablemente las conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 26 de marzo. Las reformas estructurales son necesarias a fin de garantizar un crecimiento sostenido y un nivel de empleo elevados. Como señaló el Consejo Europeo, es preciso acelerar significativamente el ritmo de la reforma y, actualmente, la cuestión decisiva radica en la necesidad de mejorar la aplicación de los compromisos ya adquiridos. Poner fin a las incertidumbres políticas y a los retrasos en la aplicación de medidas presupuestarias sostenibles y de reformas estructurales efectivas, reforzaría la confianza del sector privado, la cual añadiría impulso a la recuperación económica de la zona del euro, dado el apoyo que supone la orientación de la política monetaria.

La presente edición del *Boletín Mensual* contiene tres artículos. El primero trata sobre la influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en la evolución de los precios. En el segun-

do, se evalúan los logros de TARGET (el sistema de pagos de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema) y se describe la transición del actual sistema al de nueva generación (TARGET2). En el tercer artículo se analizan las características estructurales y macroeconómicas de los doce países socios del «Proceso de Barcelona», que tiene por objetivo establecer una zona de libre comercio entre la Unión Europea y una serie de países mediterráneos en el 2010.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Las perspectivas económicas internacionales han experimentado una mejora durante los últimos meses, de modo que se prevé que el PIB real mundial alcance en el 2004 su mayor tasa de crecimiento interanual desde el año 2000. Al mismo tiempo, existen factores que podrían afectar al ritmo de actividad económica mundial tanto al alza como a la baja. Los atentados terroristas perpetrados el 11 de marzo en Madrid ponen de relieve que los riesgos geopolíticos continúan estando presentes, aunque no se espera que esos atentados repercutan de manera significativa en la recuperación económica mundial.

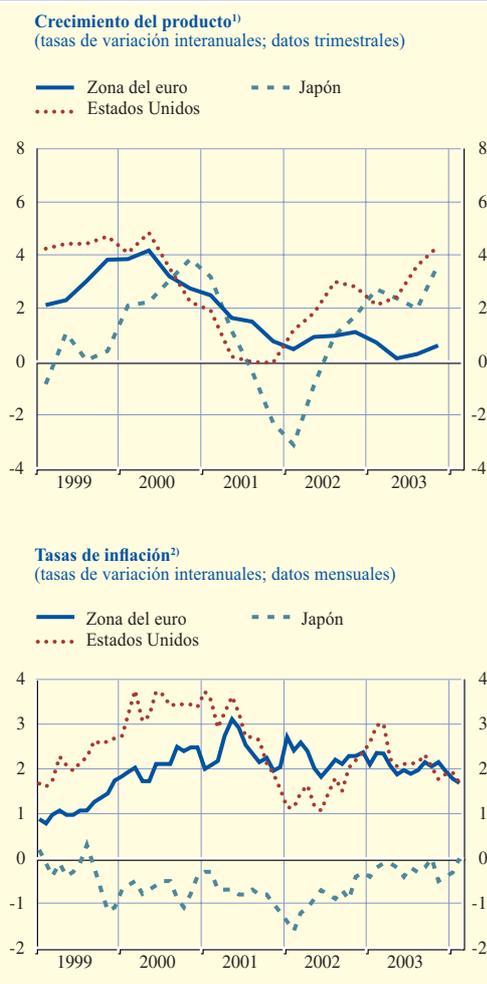
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Diversos datos publicados en los últimos meses subrayan el vigor de la economía mundial y corroboran las favorables perspectivas económicas internacionales.

En Estados Unidos, los datos publicados en las últimas semanas han confirmado la persistencia de una actividad económica pujante, al tiempo que las presiones inflacionistas siguen siendo reducidas. En febrero del 2004, la producción industrial aumentó un 0,8% (en tasa intermensal), tras el incremento del 0,6% registrado en enero. A corto plazo, se prevé que las devoluciones adicionales del impuesto sobre la renta de las personas físicas y la positiva evolución tanto de la liquidez interna como de la financiación externa de las empresas estadounidenses impulsen la demanda interna del sector privado. La confianza empresarial en los sectores manufacturero y de servicios, aunque algo más contenida, continúa sugiriendo que proseguirá la expansión a medio plazo. Sin embargo, la evolución del mercado de trabajo ha seguido suscitando preocupación en el mercado respecto a la sostenibilidad de la recuperación económica. La inflación, medida por el IPC, excluidos los alimentos y la energía, aumentó moderadamente en febrero, hasta el 1,2% (en tasa interanual), tras haber mantenido una tendencia a la baja desde finales del 2001. En lo que se refiere a la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) decidió, en su reunión del 16 de marzo de 2004, mantener el tipo de interés de referencia de los fondos federales en el 1%.

En Japón, el crecimiento del PIB aumentó con fuerza durante el cuarto trimestre del 2003. La intensa actividad del sector exportador, con una contribución especialmente vigorosa de las exportaciones destinadas a China y al resto de Asia, se está transmitiendo de manera gradual a la econo-

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.
2) Basadas en el IAPC.

mía interna. En consecuencia, el gasto de inversión ha aumentado considerablemente y el crecimiento del consumo privado se está acelerando, propiciado por una leve mejora de la situación del mercado de trabajo. De cara al futuro, se espera que la expansión económica, que probablemente experimentará cierta ralentización con respecto al rápido ritmo observado a finales del 2003, continúe dependiendo, en gran medida, del comportamiento del sector exportador. En concreto, un crecimiento sostenido de la inversión mundial debería seguir siendo un factor favorable para las empresas japonesas orientadas a la exportación, especialmente de bienes de equipo. Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las presiones deflacionistas continúan moderándose. Así, el IPC se redujo en enero un 0,3% (en tasa interanual), mientras que el IPC, excluidos los alimentos frescos, disminuyó un 0,1%. No obstante, la evolución del deflactor del PIB se ha revelado como una excepción a dicha tendencia, ofreciendo señales de presiones deflacionistas más acusadas.

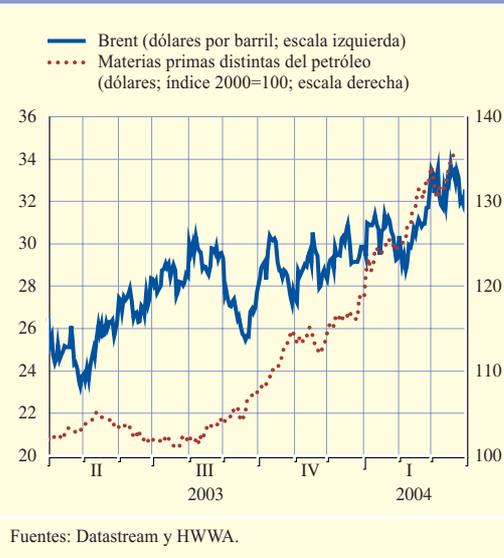
En el Reino Unido, la actividad económica sigue siendo intensa, impulsada por la renovada fortaleza del mercado de la vivienda. Los indicadores a corto plazo sugieren la posible continuidad del pujante crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del 2004. Las perspectivas de crecimiento se mantienen favorables, con previsiones de recuperación de la inversión y de las exportaciones. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,3% en febrero, frente al 1,4% registrado en enero. De cara al futuro, cabe la posibilidad de que la fortaleza de la demanda ejerza gradualmente presiones al alza sobre la inflación, en función del exceso de capacidad productiva existente en la economía.

En Asia, excluido Japón, y América Latina, ha continuado en los últimos meses la vigorosa expansión de la actividad económica. Además de China, en otras importantes economías de Asia, excluido Japón, particularmente en la India, se ha observado también un aumento del crecimiento del PIB a comienzos del 2004. En América Latina, la economía argentina sigue creciendo a un fuerte ritmo, pese a la incertidumbre actual que rodea a las negociaciones sobre la deuda externa de este país. Por último, los países adherentes a la UE también han continuado registrando una elevada tasa de crecimiento a comienzos del 2004.

MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En marzo del 2004, los precios del petróleo en dólares subieron hasta su nivel más alto desde el mismo mes del año anterior. Así, el 31 de marzo, el precio del Brent alcanzó los 32,3 dólares (26,4 euros). Los precios del petróleo han subido tras la decisión de limitar la producción, adoptada el 10 de febrero por la OPEP, con el fin de adelantarse a un descenso estacional de la demanda durante el segundo trimestre del 2004. Los precios también se han visto impulsados al alza por una demanda de petróleo relativamente intensa, unas existencias comerciales reducidas y la preocupación por la seguridad de los suministros. Asimismo, el aumento relativamente acusado de los precios en dólares de otras materias primas, observado desde mediados del 2003, ha continuado a comienzos del 2004. En febrero, los precios en dólares de las materias primas no energéticas fueron un 26% más elevados que un año antes (véase gráfico 2).

Gráfico 2 Principales indicadores de los mercados de materias primas



PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Las perspectivas económicas internacionales han experimentado una mejora durante los últimos meses, y se espera que el PIB real mundial alcance en el 2004 su mayor tasa de crecimiento interanual desde el año 2000. Parece que la recuperación de la economía mundial se ha generalizado y fortalecido, como resultado de la revitalización de la demanda interna en todo el mundo. Se espera que Asia, excluido Japón, y Estados Unidos, regiones que han registrado unas tasas de crecimiento extraordinariamente elevadas desde el segundo semestre del 2003, continúen siendo las principales áreas económicas que contribuyan al crecimiento mundial.

Existen factores que podrían afectar a las perspectivas económicas internacionales de forma tanto positiva como negativa. Por el lado positivo, el crecimiento económico podría ser mayor de lo esperado, si continúa el aumento de la productividad. Por el lado negativo, los principales riesgos están relacionados con los persistentes desequilibrios existentes en algunas áreas del mundo. Asimismo, podrían crecer las presiones inflacionistas como consecuencia de la elevación de los precios de las materias primas y de un importante exceso de liquidez a escala mundial. Por último, los recientes atentados terroristas de Madrid ponen de manifiesto que los riesgos geopolíticos continúan estando presentes, aunque no se espera que esos atentados repercutan de forma significativa en la recuperación económica mundial.



2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual de M3 descendió en febrero del 2004, continuando con la tendencia a la baja iniciada en el verano del 2003. La evolución de algunos de los principales componentes y contrapartidas de este agregado monetario confirman que los inversores de la zona del euro están reestructurando gradualmente sus carteras en favor de activos a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3. Al mismo tiempo, el reducido nivel de los tipos de interés siguió estimulando la demanda de los activos monetarios más líquidos incluidos en M1, principalmente. En este contexto, la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuvo elevada, debido, en particular, a la intensa demanda de préstamos por parte de los hogares, sobre todo para adquisición de vivienda. En cambio, la demanda de préstamos de las IFM por las sociedades no financieras se mantuvo contenida. A pesar de la paulatina moderación del crecimiento de M3, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para financiar un crecimiento económico no inflacionista.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

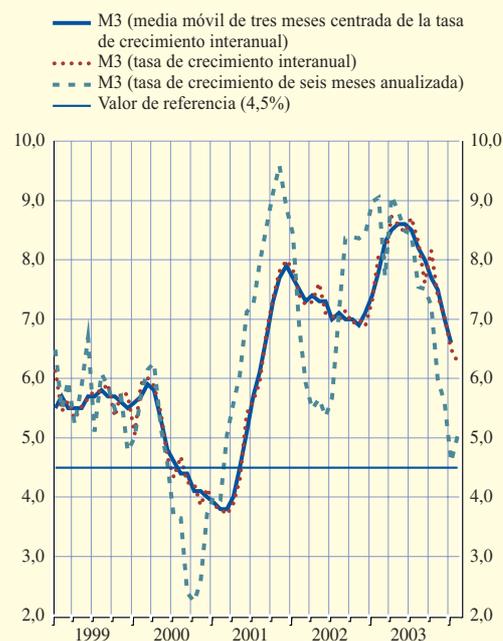
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 descendió hasta el 6,3% en febrero, desde el 6,5% de enero, continuando con la tendencia a la baja iniciada en el verano del 2003 (véase gráfico 3). Aunque el crecimiento intermensual de M3 fue relativamente intenso en febrero, ello obedeció, en gran parte, a la trayectoria de las cesiones temporales, un componente muy volátil de M3 y, por consiguiente, no se le debe conceder excesiva importancia. De hecho, las pautas de crecimiento de los componentes y contrapartidas de M3 confirman la evidencia disponible anteriormente de que los inversores de la zona del euro están reestructurando sus carteras en favor de activos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3, consecuencia de la considerable mejora de la situación de los mercados financieros registrada entre la primavera del 2003 y febrero del 2004.

No obstante, en general, la moderación del crecimiento de M3 se ha estado desarrollando con relativa lentitud hasta ahora, lo que indica que la reestructuración de carteras se está llevando a cabo con bastante cautela y que, hasta la fecha, los hogares no parecen haber reducido sustancialmente la demanda de activos financieros líquidos y seguros por motivos de precaución. Además, el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo y el reducido coste de oportunidad de mantener efectivo continuaron estimulando la demanda de los activos monetarios más líquidos incluidos en el agregado estrecho M1.

A pesar de la paulatina moderación del crecimiento interanual de M3 observada desde el verano del año pasado, en la zona del euro continúa habiendo bastante más liquidez de la necesaria para finan-

Gráfico 3 Crecimiento de M3 y valor de referencia

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



Fuente: BCE.

ciar un crecimiento económico no inflacionista. La cuestión de si este exceso de liquidez se traducirá en presiones inflacionistas de medio a largo plazo depende, en gran medida, de la magnitud y el ritmo del cambio de sentido de los anteriores desplazamientos de cartera y de la fortaleza de la recuperación económica. Por consiguiente, es fundamental efectuar un atento seguimiento de la trayectoria futura del citado exceso de liquidez, así como de la información que se publique sobre la actividad económica en la zona del euro. En caso de que persistir, este exceso de liquidez podría provocar presiones inflacionistas en el medio plazo.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se moderó en febrero, y se situó en el 10,7%, desde el 11,1% de enero, debido al descenso registrado en el crecimiento de sus dos componentes, el efectivo y los depósitos a la vista (véase cuadro 1). No obstante, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo muy elevada, como consecuencia de la persistente e intensa demanda de billetes en euros tanto dentro como fuera de la zona. Los depósitos a la vista también experimentaron un acusado crecimiento, y su demanda se vio impulsada por el reducido coste de oportunidad de mantener este tipo de activos.

La tasa de crecimiento interanual del total de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista también disminuyó en febrero, hasta el 3,1%, desde el 3,7% de enero. Este descenso se debió a la evolución de los depósitos a corto plazo (esto es, depósitos a plazo igual o inferior a dos años) y a la de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses). Los agentes económicos de la zona del euro continuaron reduciendo sus tenencias de depósitos a corto plazo, consecuencia de que su remuneración era relativamente baja en comparación con otros depósitos más líquidos. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo también continuó moderándose, aunque se mantuvo elevada.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 se elevó hasta el 2,9% en febrero, frente al 1,5% de enero. Este aumento obedeció, principalmente,

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales							
		2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Ene	2004 Feb	
M1	44,1	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,1	10,7	
Efectivo en circulación	6,5	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0	23,5	
Depósitos a la vista	37,6	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1	8,8	
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,1	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7	3,1	
Depósitos a plazo hasta dos años	16,4	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7	-4,6	
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	24,7	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4	8,9	
M2	85,2	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4	6,9	
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	14,8	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,5	2,9	
M3	100,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,5	6,3	
Crédito a residentes en la zona del euro	169,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,8	5,9	
Crédito a las Administraciones Públicas	36,4	2,0	2,1	3,5	4,8	6,6	6,1	6,0	
Préstamos a las Administraciones Públicas	13,3	-1,1	-1,1	-0,4	1,0	1,5	1,4	0,6	
Crédito al sector privado	132,7	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8	5,8	
Préstamos al sector privado	115,4	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,4	5,5	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	51,3	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,2	7,3	

Fuente: BCE.

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

al incremento de la tasa de variación interanual de las cesiones temporales, instrumentos que, con frecuencia, reflejan decisiones de carácter temporal relativas a la gestión de carteras, y, por consiguiente, evolucionan de manera muy volátil. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario continuó su tendencia a la baja, en consonancia con la recuperación de las cotizaciones bursátiles y la disminución de la volatilidad de los mercados de valores observada entre principios del 2003 y febrero del 2004. La trayectoria seguida por las participaciones en fondos del mercado monetario es acorde con el cambio de sentido de anteriores desplazamientos de cartera por parte de los inversores de la zona del euro, ya que estos instrumentos, en particular, se habían utilizado para «aparcarse» fondos en activos financieros líquidos y seguros.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las principales contrapartidas de M3 en el balance consolidado del sector de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se situó en el 5,5% en febrero, en comparación con el 5,4% de enero. Parece que la persistencia del reducido nivel de los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela y las mejores perspectivas económicas con respecto al primer semestre del 2003 son los principales factores que han estimulado la relativamente intensa dinámica de los préstamos observada en los últimos meses.

El detalle de los préstamos de las IFM al sector privado muestra que los préstamos a hogares continuaron creciendo con intensidad en febrero (véase cuadro 2). En particular, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvo elevada, en el 8,5%, debido, probablemente, a la persistencia de unos tipos de interés hipotecarios bajos en la zona del euro y al fuerte aumento de los precios de la vivienda en algunos países de la zona. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo siguió incrementándose en febrero. La recuperación del crédito al consumo observada recientemente podría considerarse una indicación positiva del consumo en el primer trimestre del 2004. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para otras finalidades se redujo.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldos vivos en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanuales						
		2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Ene	2004 Feb
Sociedades no financieras	42,6	3,4	3,7	3,6	3,6	3,5	2,8	2,7
Hasta un año	31,4	-2,6	-1,0	0,5	-0,8	-0,9	-3,3	-3,5
De uno a cinco años	17,5	6,3	5,8	2,4	4,5	3,7	5,4	4,7
Más de cinco años	51,1	6,8	6,4	6,2	6,4	6,3	6,1	6,2
Hogares²⁾	49,6	5,8	5,8	5,5	5,8	6,3	6,7	6,6
Crédito al consumo ³⁾	13,6	3,9	3,0	3,3	2,3	3,0	3,9	5,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	67,4	7,7	7,6	7,3	7,5	7,9	8,6	8,5
Otras finalidades	19,0	1,2	2,4	1,2	2,7	3,6	2,2	1,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,7	-11,1	7,2	4,7	10,4	14,2	12,8	7,1
Otros intermediarios financieros no monetarios	7,2	5,9	1,9	3,8	6,0	11,1	12,5	14,7

Fuente: BCE.

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

2) Según la definición 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.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo moderada. No obstante, estas sociedades parecen haber recurrido más a otras fuentes de financiación. A este respecto, la persistente elevación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a otros intermediarios financieros no monetarios (excluidas las empresas de seguro y fondos de pensiones) podría estar relacionada con el hecho de que, cada vez con más frecuencia, las sociedades no financieras están financiándose indirectamente a través de estos intermediarios.

La tasa de crecimiento interanual del agregado más amplio, el crédito de las IFM al sector privado que, además de los préstamos de las IFM, también incluye las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado) apenas experimentó variaciones en febrero, mes en que se situó en el 5,8%, al igual que la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas, que se situó en el 6%.

A pesar del descenso registrado desde finales del 2003, el crecimiento del crédito de las IFM al sector público se ha mantenido elevado, debido, probablemente, a las tensiones a que se han visto sometidas las finanzas públicas como consecuencia de la moderación de la actividad económica en la zona del euro.

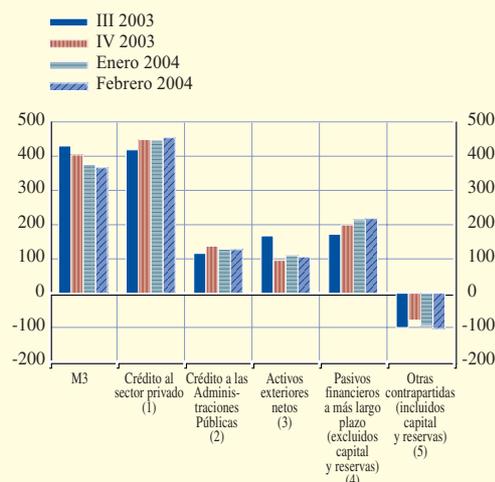
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantuvo su intensidad en febrero, reflejando el interés de los inversores por los depósitos y los bonos bancarios a más largo plazo, y constituye una evidencia más de que los inversores están reestructurando sus carteras en favor de activos financieros a más largo plazo, en consonancia con la pronunciada inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y la reducida volatilidad de los mercados de renta fija.

Por último, los flujos interanuales de los activos exteriores netos del sector de las IFM de la zona del euro descendieron en febrero. Los datos de balanza de pagos de la zona del euro disponibles hasta finales de enero apuntan a que la tendencia general hacia una disminución de los incrementos interanuales de los activos exteriores netos de las IFM obedeció, principalmente, a la creciente demanda de acciones y bonos extranjeros por parte de los inversores de la zona del euro.

Resumiendo la información procedente de las contrapartidas de M3, la persistente moderación del crecimiento interanual de M3 observada en los últimos meses ha ido acompañada de una elevación de las tasas de crecimiento de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) y de una reducción de las tasas de crecimiento interanuales de los activos exteriores netos de las IFM (véase gráfico 4). Ambos factores sustentan la hipótesis de que los inversores de la zona del euro están reestructurando sus carteras en favor de activos financieros a más largo plazo y de mayor riesgo no incluidos en M3. Al mismo tiempo, el acusado crecimiento interanual del crédito de las IFM a residentes en la zona del euro ha continuado estimulando el crecimiento de M3.

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

2.2 EMISIÓN DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente en enero del 2004, mes en que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro no experimentó variaciones y se mantuvo relativamente contenida.

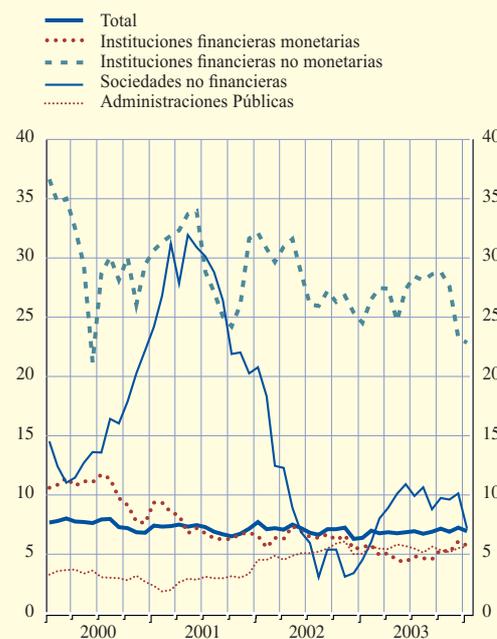
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó levemente, hasta el 7%, en enero del 2004, desde el 7,3% de diciembre del 2003 (véase gráfico 5), como consecuencia de un pronunciado descenso de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo en enero. En general, en los últimos meses, los emisores parecen haber aprovechado las favorables condiciones de financiación a largo plazo para ampliar el vencimiento medio de su deuda.

En lo que respecta al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente, hasta el 5,8%, en enero (véase cuadro 3). En cuanto al sector de sociedades no financieras e instituciones financieras 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

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

(tasas de variación interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

Sector emisor	Saldos vivos (mm de euros) 2003 IV	Tasas de crecimiento interanuales ¹⁾					
		2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2003 Dic	2004 Ene
Emisión de valores distintos de acciones	8.707	6,7	6,8	6,9	7,1	7,3	7,0
IFM	3.300	5,4	4,6	4,7	5,6	6,1	5,8
Instituciones financieras no monetarias	681	26,2	26,5	28,4	26,6	23,3	22,8
Sociedades no financieras	593	6,2	10,0	9,8	9,8	10,2	7,2
Administraciones Públicas	4.131	5,4	5,7	5,4	5,4	5,5	5,7
De las cuales:							
Administración Central	3.913	4,4	4,7	4,7	4,6	4,7	4,9
Otras Administraciones Públicas	218	31,4	28,8	22,0	22,2	22,3	21,8
Emisión de acciones cotizadas	3.647	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
IFM	569	0,6	0,7	1,0	1,4	1,7	1,7
Instituciones financieras no monetarias	348	0,1	1,9	2,1	2,6	2,8	3,0
Sociedades no financieras	2.729	0,7	1,1	1,0	0,9	0,8	0,9

Fuente: BCE.

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

de valores distintos de acciones disminuyó 1,8 puntos porcentuales entre diciembre del 2003 y enero del 2004, mes en que se situó en el 15%, debido, principalmente, al descenso de la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras. No obstante, esta tasa se mantuvo bastante elevada, ya que muchos emisores trataron de beneficiarse de los reducidos tipos de interés. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias también permaneció elevada, en parte como consecuencia del uso generalizado de filiales financieras por parte de las sociedades no financieras con el fin de emitir valores distintos de acciones en su nombre.

En cuanto al sector público, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por la Administración Central se incrementó ligeramente, hasta el 4,9%, en enero. Los demás sectores de las Administraciones Públicas, formados principalmente por las Administraciones Locales, continuaron con sus elevadas emisiones de valores distintos de acciones. El pronunciado crecimiento de la actividad emisora de este sector obedece a las fuertes necesidades de financiación de las autoridades locales en algunos países de la zona del euro.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro se situó en el 1,2% en enero, y se ha mantenido prácticamente estable, en un nivel relativamente reducido, desde julio del 2003 (véanse gráfico 6 y cuadro 3).

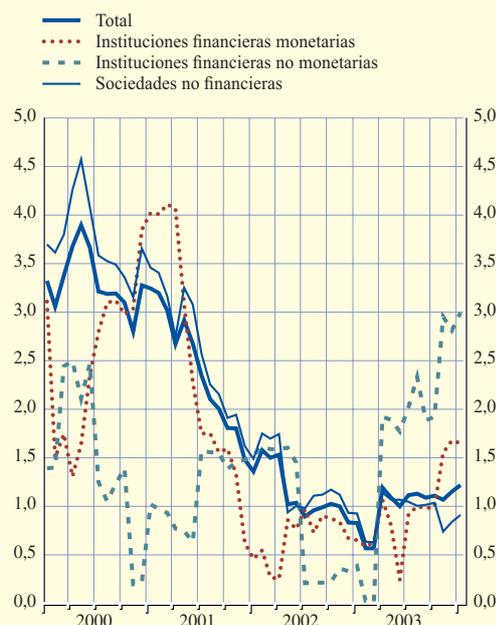
En cuanto al detalle por sectores, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que representan, aproximadamente, tres cuartas partes del saldo vivo total de este tipo de valores, no experimentó variaciones, y se situó en el 0,9%, al igual que la de las acciones cotizadas emitidas por las IFM, que se situó en el 1,7%. La tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas por las instituciones financieras no monetarias se incrementó ligeramente, hasta el 3%. En general, la relativamente moderada actividad emisora de los mercados de renta variable podría ser indicativa de que los costes de financiación mediante acciones todavía son elevados si se comparan con otras formas de financiación de las empresas. Además, puede obedecer a la incertidumbre reinante entre los emisores respecto de si los inversores están suficientemente interesados en adquirir nuevo capital.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

La tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo del mercado monetario observada desde principios de diciembre del 2003 continuó en marzo del 2004, mes en que la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario pasó a ser negativa por primera vez desde julio del 2003.

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

(tasas de variación interanuales)

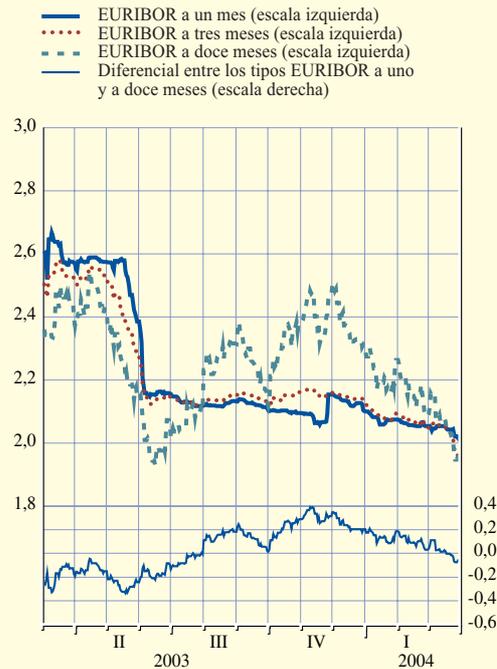


Fuente: BCE.

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

Gráfico 7 Tipos de interés de mercado a corto plazo

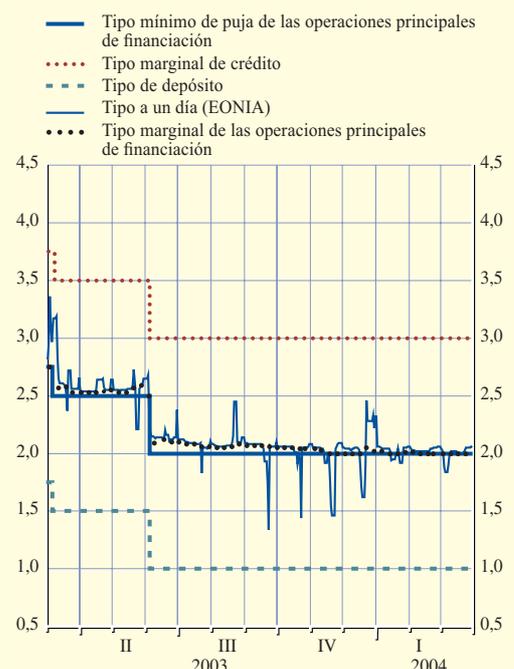
(en porcentaje; en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuente: Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos de interés a los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no experimentaron variaciones en marzo del 2004, en consonancia con los tipos de interés oficiales del BCE. Por otra parte, los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario continuaron disminuyendo en marzo, ampliando el descenso general registrado desde diciembre del 2003 (véase gráfico 7). Por ejemplo, el EURIBOR a doce meses se redujo 11 puntos básicos entre finales de febrero y el 31 de marzo del 2004, fecha en la que la curva de rendimientos del mercado monetario se tornó negativa por primera vez desde el verano pasado, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en -4 puntos básicos.

La caída de los tipos de interés a más largo plazo del mercado monetario quedó reflejada en la evolución de los tipos implícitos en el precio de los futuros del EURIBOR a tres meses. En el transcurso de marzo, el tipo implícito en el precio de los futuros con vencimiento en diciembre del 2004 cayó 16 puntos básicos, al tiempo que los de los futuros con vencimiento en junio y septiembre del 2004 experimentaron un descenso ligeramente inferior. En marzo, la trayectoria de los tipos implícitos en el precio de los futuros indica que los participantes en el mercado han revisado a la baja sus expectativas relativas a los tipos de interés a corto plazo durante el 2004. El 31 de marzo, los tipos de interés más bajos correspondían a los futuros con vencimiento en septiembre del 2004, mientras que los futuros con vencimiento en diciembre del 2004 y marzo del 2005 mostraban que se había producido un incremento gradual del nivel de los tipos de interés a corto plazo esperado en el mercado.

En la última semana del período de mantenimiento de reservas que finalizó el 9 de marzo de 2004, el tipo de interés a un día fluctuó en torno a niveles ligeramente por debajo del 2%, el tipo mínimo de puja

de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, consecuencia de la percepción de los participantes en el mercado de que la situación de liquidez del mercado era holgada (véase gráfico 8). Las modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema relativo al vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema y al calendario de los períodos de mantenimiento de reservas se implantaron a partir del período de mantenimiento que se inició el 10 de marzo de 2004, en un contexto de tranquilidad en el mercado monetario a corto plazo (véase el artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema» en el *Boletín Mensual* de agosto del 2003). Desde el 10 de marzo, comienzo del nuevo período de mantenimiento de reservas, el EONIA osciló levemente por encima del 2%, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

La introducción de las modificaciones en el marco operativo se desarrolló sin incidentes (véase, también, el recuadro 1 sobre la publicación de la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación). En general, la aportación de liquidez en las operaciones principales de financiación del Eurosistema se efectuó sin problemas el mes pasado. En la operación principal de financiación del 23 de marzo, el importe total de las pujas presentadas quedó ligeramente por debajo del importe de adjudicación de referencia, es decir, el importe que permite un cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas. No obstante, esto apenas influyó en el EONIA. Los tipos de adjudicación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema de marzo del 2004 se situaron muy próximos al tipo mínimo de puja. El 31 de marzo, el Eurosistema realizó una operación de financiación a plazo más largo.

Recuadro 1

PUBLICACIÓN DE LA ADJUDICACIÓN DE REFERENCIA DE LAS OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

A partir de junio del 2000, el BCE ha publicado su previsión del importe medio de los factores autónomos (es decir, de los factores que incluyen aquellas rúbricas del balance consolidado del Eurosistema que habitualmente no están relacionadas con las operaciones de política monetaria, pero que afectan a la situación de liquidez de las entidades de crédito) el día en que se anuncia cada operación principal de financiación (OPF), esto es, el día anterior al que se adopta la decisión sobre el volumen que se va a adjudicar en la OPF. Ello ha facilitado a las contrapartidas la preparación de sus pujas y su interpretación de la decisión de adjudicación adoptada por el BCE con respecto a dichas operaciones. A partir del 8 de marzo de 2004, el BCE ha mejorado su política de comunicación mediante la publicación, el mismo día en que se adjudica la OPF, de su previsión actualizada sobre los factores autónomos de liquidez, que tienen en cuenta las modificaciones habidas en esas previsiones. Asimismo, ha comenzado a publicar (en ambos días) su cálculo de la «adjudicación de referencia» de las OPF.

En este recuadro se presenta el concepto de adjudicación de referencia y se explican los motivos de su publicación¹. Igualmente, se ilustra el procedimiento de cálculo de la adjudicación de referencia.

El concepto de adjudicación de referencia

Con el fin de determinar la liquidez que se ha de suministrar en las OPF, el BCE evalúa, en primer lugar, las necesidades de liquidez del sistema bancario, y, posteriormente, calcula la adjudicación de referencia.

¹ Véase el artículo titulado «La gestión de la liquidez del BCE» en el Boletín Mensual de mayo del 2002, así como el recuadro 2, titulado «Factores autónomos de liquidez de la zona del euro y utilización de las previsiones sobre las necesidades de liquidez elaboradas por el BCE» en el Boletín Mensual de julio del 2001.

Esta adjudicación se define como el importe que permite a las contrapartidas un cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas mínimas hasta la liquidación de la siguiente OPF, y que se determina tomando en cuenta la liquidez ya suministrada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo u otras operaciones de mercado abierto y las necesidades de liquidez que se relacionan a continuación:

- desequilibrios de liquidez previamente observados durante el mismo período de mantenimiento de reservas;
- previsión de los factores autónomos elaborada por el BCE;
- previsión del exceso de reservas elaborada por el BCE.

La adjudicación de referencia es la adjudicación que habitualmente se precisa para establecer unas condiciones de equilibrio en el mercado monetario a corto plazo, dado el conjunto de previsiones de liquidez elaboradas por el BCE. Normalmente, las condiciones de liquidez de equilibrio deberían dar lugar a un tipo de interés a un día cercano al tipo mínimo de puja².

El citado concepto constituye una referencia para el BCE a la hora de adoptar su decisión sobre el volumen de adjudicación. No obstante, de manera ocasional, el BCE puede desviarse del importe de referencia si, por ejemplo, desea eliminar divergencias entre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y el tipo mínimo de puja de la OPF, o cuando aparecen factores excepcionales que obstaculizan la correcta distribución de la liquidez en el mercado monetario (como los existentes durante la introducción física del euro o tras los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001).

La finalidad básica de las modificaciones introducidas en la política de comunicación consiste en eliminar posibles percepciones erróneas acerca del objetivo del BCE de establecer unas condiciones de liquidez equilibradas. Por ejemplo, en el pasado, la previsión de liquidez experimentaba frecuentes cambios entre el día del anuncio de la OPF y el día en que se adoptaba la decisión sobre dicha operación. En consecuencia, el BCE adoptaba sus decisiones sobre el importe que se había de adjudicar sobre la base de una previsión de liquidez que difería de la disponible en el mercado. Esta diferencia generaba cierta incertidumbre en los participantes en el mercado acerca de si la decisión obedecía a un cambio en la previsión o bien a una elección deliberada de política monetaria. Con la publicación de la previsión actualizada el mismo día en que se adjudica la OPF, el BCE reduce dicha incertidumbre. Además, la publicación, en el día de la adjudicación, de estas previsiones actualizadas de los factores autónomos permite a las contrapartidas una observación directa de cualquier modificación acaecida en los factores más importantes en los que se basa el cálculo del importe de adjudicación de referencia.

Los cambios en la política de comunicación entraron en vigor al mismo tiempo (el 8 de marzo de 2004) que diversas modificaciones de importancia introducidas en el marco operativo del BCE³ y que se relacionan a continuación:

- el período de mantenimiento de las reservas mínimas empieza siempre el día de liquidación de la OPF siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria;
- por regla general, la aplicación de las variaciones de los tipos de interés correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo del nuevo período de mantenimiento posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que se decida aplicar dichas variaciones;

2 Véase el recuadro del artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema» en el Boletín Mensual de agosto del 2003.

3 Véase el artículo titulado «Modificaciones del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema» en el Boletín Mensual de agosto de 2003.

- el plazo de vencimiento de las OPF se reduce de dos semanas a una semana; y
- la adjudicación de las operaciones de financiación a plazo más largo tiene lugar el último miércoles de cada mes.

El método de cálculo de la adjudicación de referencia

La adjudicación de referencia, M_t^{ref} , puede calcularse, conforme se explica a continuación, sobre la base de la información disponible el día t . Dicho día t puede referirse al día del anuncio o bien al día de la adjudicación de la OPF para la que se calcula el importe de referencia.

$$M_t^{\text{ref}} = \frac{1}{H_t - X_t} \left[\underbrace{D_t \cdot (RR + ER - \overline{CA}_t)}_{\text{Desequilibrio acumulado de liquidez}} + \underbrace{H_t \cdot (\overline{AF}_t + RR + ER)}_{\text{Necesidades futuras de liquidez}} - \underbrace{H_t \cdot L - X_t \cdot M^{\text{mat}}}_{\text{Liquidez ya suministrada}} \right]$$

donde:

- H_t = número de días comprendidos desde el día t (inclusive) hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente OPF (inclusive). En el caso de un calendario «ordinario» de subastas, H_t es igual a 9 cuando la adjudicación de referencia se calcula en el día del anuncio de la OPF e igual a 8 cuando el cálculo se efectúa en el día de adjudicación de la OPF.
- X_t = número de días comprendidos desde el día t (inclusive) hasta el día anterior a la liquidación de la OPF para la que se calcula el importe de referencia (inclusive). Con arreglo al calendario «ordinario» de subastas, X_t es igual a 2 el día del anuncio de la OPF e igual a 1 el día de adjudicación de la OPF.
- D_t = número de días comprendidos desde el día inicial del período de mantenimiento de reservas (inclusive) hasta el día $t-1$ (inclusive).
- RR = reservas obligatorias, en media diaria, del período de mantenimiento de reservas.
- ER = exceso de reservas, en media diaria, durante el período de mantenimiento de reservas.
- \overline{CA}_t = saldos medios en cuentas corrientes desde el inicio del período de mantenimiento de reservas hasta el día $t-1$, inclusive.
- \overline{AF}_t = importe medio estimado de los factores autónomos durante el período cubierto por H_t . El día del anuncio de la OPF, este importe estimado es simplemente el publicado por el BCE, $\overline{AF}^{\text{publ}}$, que siempre incluye el período desde el día del anuncio de la OPF (inclusive) hasta el día anterior a la liquidación de la siguiente OPF (inclusive). Sin embargo, el día de adjudicación de la OPF, la previsión actualizada publicada por el BCE, $\overline{AF}^{\text{rev}}$ incluye un día para el que ya se conocen los factores autónomos *ex post* (es decir, los factores autónomos, AF_{t-1} , correspondientes al día del anuncio de la OPF). Es necesario restar estos factores autónomos de $\overline{AF}^{\text{rev}}$, a fin de que \overline{AF}_t sólo comprenda los días en que los factores autónomos sean aún desconocidos.

$$\overline{AF}_t = \begin{cases} \overline{AF}^{\text{publ}} & \text{para } t = \text{día del anuncio de la OPF} \\ (H_{t-1} \overline{AF}^{\text{rev}} - (X_t - X_{t-1}) AF_{t-1}) / H_t & \text{para } t = \text{día de la adjudicación de la OPF} \end{cases}$$

- L = estimación de la liquidez media diaria suministrada mediante las operaciones de financiación a plazo más largo durante el período cubierto por H_t .
- M^{mat} = tamaño de la OPF que vence.

El BCE proporciona a través de servicios electrónicos todas las variables necesarias para el cálculo de la adjudicación de referencia, con la salvedad de la previsión del exceso de reservas. La adjudicación de referencia publicada por el BCE se redondea a los siguientes 500 millones de euros.

El siguiente ejemplo ilustra el cálculo de la adjudicación de referencia, utilizando la OPF anunciada y adjudicada, respectivamente, los días 15 y 16 de marzo de 2004. Empleando la información suministrada el 15 de marzo, fecha del anuncio de la OPF, por el BCE a través de servicios electrónicos, incluida la previsión de 144,1 mm de euros correspondiente al importe medio diario de los factores autónomos durante el período comprendido entre el 15 y el 23 de marzo, y aplicando una previsión del exceso de reservas, en media diaria, de 0,7 mm de euros, se obtiene como resultado la siguiente adjudicación de referencia:

$$M_{\text{día del anuncio}}^{\text{ref}} = \frac{1}{9-2} \left[\underbrace{5 \cdot (134,6 + 0,7 - 134,3)}_{\text{Desequilibrio acumulado de liquidez}} + \underbrace{9 \cdot (144,1 + 134,6 + 0,7)}_{\text{Necesidades futuras de liquidez}} - \underbrace{9 \cdot 65 - 2 \cdot 212,5}_{\text{Liquidez ya suministrada}} \right] = 215,7$$

Ese día, el BCE publicó una adjudicación de referencia por un importe, tras el redondeo, de 215,5 mm de euros. Al día siguiente, en la fecha de adjudicación de la OPF, se revisó al alza hasta 144,8 mm de euros el volumen medio estimado de los factores autónomos durante el mismo período (15 a 23 de marzo), mientras que el volumen efectivo de los factores autónomos ascendió el día 15 de marzo a 140,9 mm de euros. En consecuencia, el día de la adjudicación de la OPF, la previsión relevante del importe de los factores autónomos fue:

$$\overline{\text{AF}}_{\text{día de adjudicación}} = (9 \cdot 144,8 - (2 - 1) \cdot 140,9) / 8 = 145,3$$

y

$$M_{\text{día de adjudicación}}^{\text{ref}} = \frac{1}{8-1} \left[\underbrace{6 \cdot (134,6 + 0,7 - 134,7)}_{\text{Desequilibrio acumulado de liquidez}} + \underbrace{8 \cdot (145,3 + 134,6 + 0,7)}_{\text{Necesidades futuras de liquidez}} - \underbrace{8 \cdot 65 - 1 \cdot 212,5}_{\text{Liquidez ya acumulada}} \right] = 216,6$$

Así pues, la adjudicación de referencia finalmente decidida y publicada el día de la adjudicación de la OPF se cifró, tras el redondeo, en 216,5 mm de euros.

En este ejemplo, la adjudicación de referencia correspondiente a la fecha de adjudicación de la OPF se situó 1 mm de euros por encima de la calculada el día del anuncio. Sin la publicación de las cifras actualizadas el día de la adjudicación, los participantes en el mercado podrían haber interpretado erróneamente el importe adjudicado. Ello resalta la utilidad que tiene la publicación de las cifras actualizadas el mismo día de la adjudicación de la OPF.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

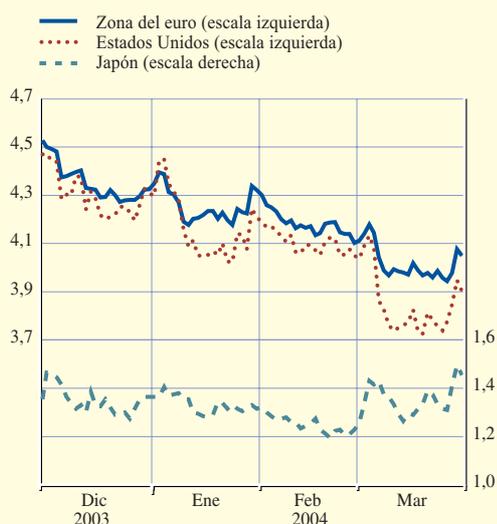
El rendimiento de la deuda pública a largo plazo siguió disminuyendo en la zona del euro y en Estados Unidos en marzo del 2004. Este descenso se produjo, principalmente, a principios de mes, tras la publicación de datos económicos que decepcionaron a los participantes en el mercado. Los atentados terroristas perpetrados el 11 de marzo en Madrid tuvieron escasa incidencia en la evolución de los mercados de renta fija. 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 febrero y el 31 de marzo, especialmente a comienzos de este último mes, en un momento en el que la evolución del mercado de trabajo estadounidense suscitaba preocupación entre los participantes en el mercado. El descenso del rendimiento de la renta fija se vio acentuado por la reacción del mercado ante las declaraciones realizadas el 16 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, ya que éstas fueron interpretadas por los participantes en el mercado como señal de que los tipos de interés oficiales de Estados Unidos se mantendrían en niveles bajos durante más tiempo de lo previsto. En este contexto, las expectativas de inflación media a largo plazo de los inversores apenas experimentaron cambios, tal y como parece

Gráfico 9 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

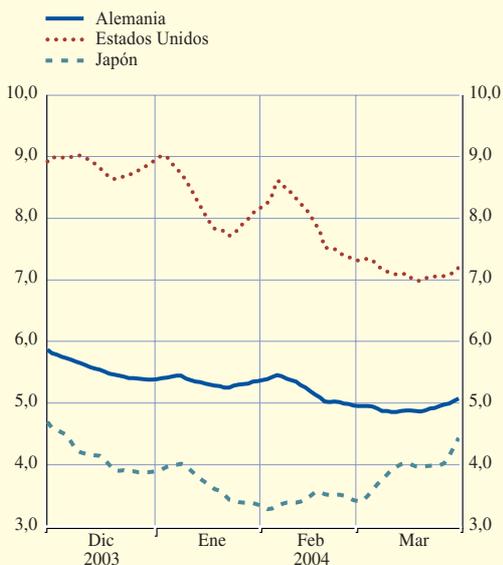


Fuente: Reuters.

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.

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 periodo de vencimiento.

indicar la estabilidad de la tasa de inflación implícita a diez años, medida por la diferencia entre el rendimiento de bonos nominales y el de bonos similares indicados con la inflación. Por último, persistió la incertidumbre de los participantes en el mercado respecto al mercado de renta fija estadounidense. En efecto, la volatilidad implícita de esos mercados no registró variaciones significativas, situándose el 31 de marzo en un nivel próximo a la media observada desde 1999 (véase gráfico 10).

JAPÓN

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó 20 puntos básicos entre finales de febrero y el 31 de marzo, fecha en la que se situó en el 1,4%. Este incremento pareció reflejar, en general, un mayor optimismo del mercado en torno a la actividad económica futura del país, tras la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo previsto. La incertidumbre de los participantes en el mercado acerca de la evolución futura del rendimiento en los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, creció ligeramente, situándose, al final del período considerado, en un nivel similar a la media registrada desde enero de 1999.

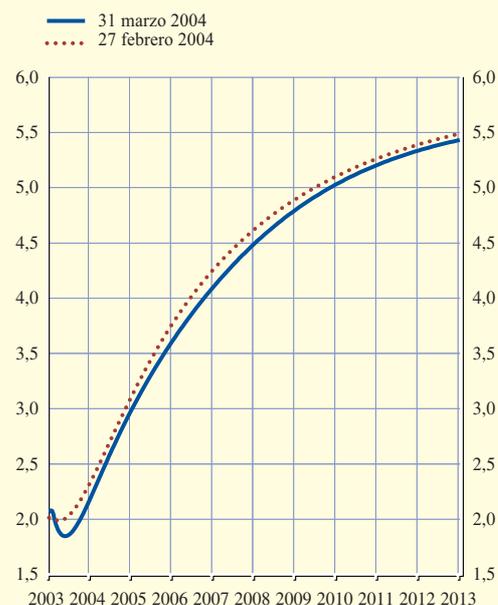
ZONA DEL EURO

En la zona del euro, en el mes de marzo, el rendimiento de la deuda pública evolucionó, en general, en concordancia con el de la deuda pública estadounidense, aunque el descenso observado fue menor. En conjunto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó 5 puntos básicos entre finales de febrero y el 31 de marzo, fecha en la que situó en el 4%. Esta reducción parece estar relacionada con algún efecto de contagio de Estados Unidos, pero también con las perspectivas menos optimistas respecto a la economía de la zona del euro percibidas por los participantes en el mercado, tras la publicación de datos económicos menos favorables. Al mismo tiempo, la reacción de los mercados de renta fija de la zona del euro ante los atentados terroristas de Madrid fue poco significativa. El gráfico 11 muestra que el descenso del rendimiento de la deuda pública estuvo relacionado con un desplazamiento a la baja de la curva de tipos *forward* implícitos en todos los plazos.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, disminuyó en torno a 20 puntos básicos entre finales de febrero y el 31 de marzo, hasta situarse en el 1,6%. La tasa de inflación implícita, calculada como la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, ambos a diez años, se elevó ligeramente, situándose en el 2,1% el 31 de marzo. La incertidumbre de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, experimentó escasos cambios durante el período considerado, situándose, el 31 de marzo, en un nivel ligeramente inferior a la media observada desde enero de 1999.

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

(en porcentaje; datos diarios)



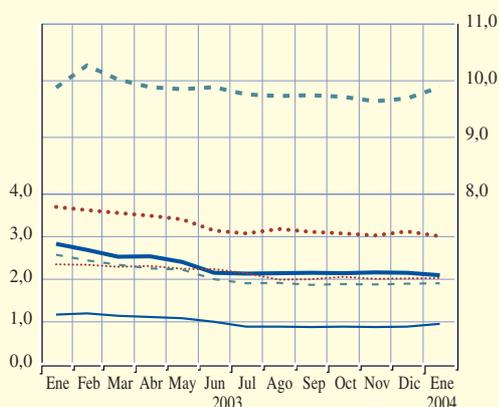
Fuente: Estimación del BCE.

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)

- Tipo a tres meses del mercado monetario (escala izquierda)
- ... Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras ¹⁾ (escala izquierda)
- - - Descubiertos en cuenta de los hogares (escala derecha)
- Depósitos a la vista de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- ... Depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares ²⁾ (escala izquierda)
- - - Depósitos a corto plazo de los hogares ³⁾ (escala izquierda)



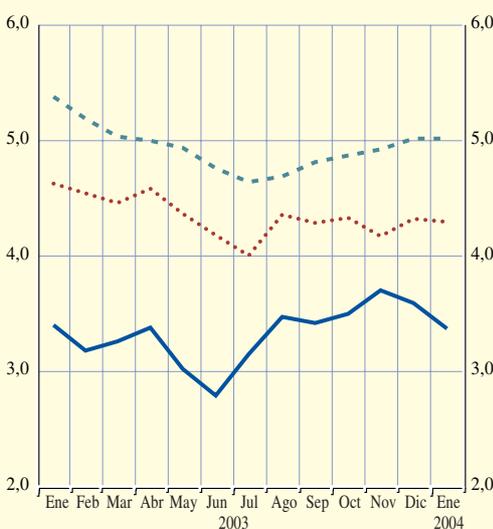
Fuente: BCE.

- 1) 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) Depósitos de los hogares disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses.
- 3) 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)

- Rendimiento de la deuda pública a cinco años
- ... Préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras ¹⁾
- - - Préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda ²⁾



Fuente: BCE.

- 1) 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) Préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

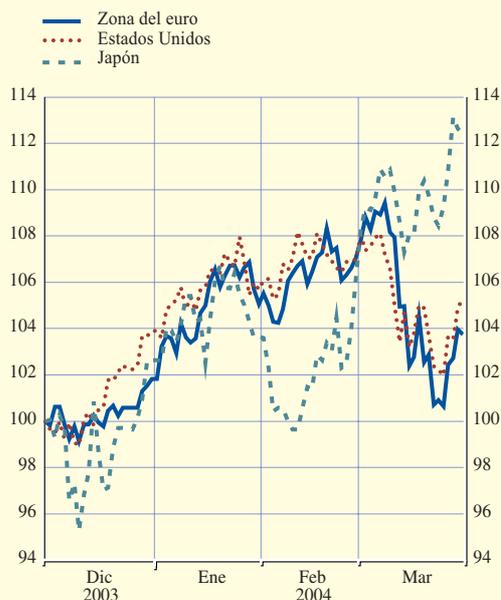
Entre junio del 2003 y enero del 2004, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones descendieron ligeramente, al tiempo que algunos de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM registraron un incremento moderado.

La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones apenas experimentaron variaciones en enero del 2004, tras registrar ligeros descensos en los meses anteriores (véase gráfico 12). En general, entre junio del 2003 y enero del 2004, el tipo de los depósitos de ahorro a corto plazo de los hogares (esto es, disponibles con preaviso igual o inferior a tres meses) cayó en torno a 20 puntos básicos, mientras los tipos de los depósitos a corto plazo de los hogares (con vencimiento igual o inferior a un año), y los de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a 1 millón de euros, sin fijación del tipo o con período inicial de fijación igual o inferior a un año, cayeron 10 puntos básicos, aproximadamente. En el mismo período, ni el tipo de los depósitos a la vista de las sociedades no financieras ni el aplicado a los descubiertos en cuenta de los hogares registraron cambios. En comparación, el tipo a tres meses del mercado monetario cayó 10 puntos básicos, aproximadamente, en el citado período.

La mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a las nuevas operaciones no experimentó modificaciones en enero del 2004 (véase gráfico 13). Si se consideran períodos más pro-

Gráfico 14 Índices bursátiles

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

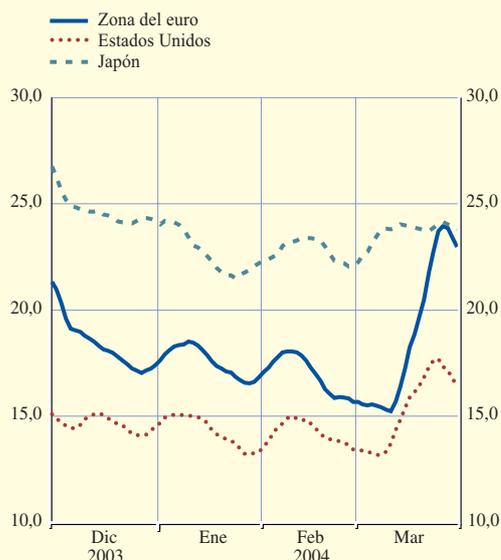


Fuente: Reuters

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.

longados, los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo se han elevado ligeramente desde junio del 2003, cuando el rendimiento de la deuda pública empezó a ajustarse al alza. En el período comprendido entre junio del 2003 y enero del 2004, el tipo de los préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda, con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años, se incrementó 30 puntos básicos, aproximadamente, al tiempo que el tipo de los préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a 1 millón de euros, con período inicial de fijación del tipo a más de cinco años, aumentó 10 puntos básicos. En comparación, el rendimiento de la deuda pública a cinco años ascendió aproximadamente 60 puntos básicos en el citado período.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En marzo del 2004 se interrumpió la tendencia alcista que venían mostrando las cotizaciones bursátiles en la zona del euro y en Estados Unidos. Los descensos registrados recientemente fueron reflejo, en parte, de la mayor incertidumbre de los mercados bursátiles provocada por los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Standards & Poor's 500, perdieron alrededor de un 2% entre finales de febrero y el 31 de marzo (véase gráfico 14), como consecuencia, en

cierta medida, de la mayor incertidumbre del mercado originada por los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid (véase recuadro 2). Además, la publicación de datos macroeconómicos algo peores de lo previsto por los participantes en el mercado, especialmente en relación con el mercado de trabajo, contribuyó al aumento de la incertidumbre de los inversores en torno al ritmo de recuperación económica. Por el contrario, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por las últimas encuestas, que señalaban una notable mejora de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a los resultados empresariales del primer trimestre del 2004. El incremento de la incertidumbre del mercado se reflejó en la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Standard & Poor's 500, que se elevó 3 puntos porcentuales entre finales de febrero y el 31 de marzo, fecha en la que se situó en el 16%, nivel que no se había vuelto a alcanzar desde octubre del 2003 (véase gráfico 15).

JAPÓN

En Japón, las cotizaciones bursátiles registraron en marzo del 2004 una subida generalizada del 6%, que pareció ser resultado del creciente optimismo de los participantes en el mercado acerca de las perspectivas económicas del país. A este respecto, la inquietud suscitada en el mercado por las presiones a la baja que las fluctuaciones del tipo de cambio pudieran tener sobre la economía japonesa parecen haber sido atenuadas por los últimos datos publicados en relación con las exportaciones. La incertidumbre del mercado de renta variable japonés, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre el índice Nikkei 225, aumentó 2 puntos porcentuales entre finales de febrero y el 31 de marzo, aunque permaneció en un nivel ligeramente inferior a la media observada desde 1999.

ZONA DEL EURO

En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, cayeron en torno a un 3% en marzo, al verse afectadas negativamente por la reacción del mercado ante los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid (véase el recuadro 2). Después del 11 de marzo, las cotizaciones bursátiles descendieron hasta los niveles alcanzados a finales del 2003, deshaciendo las importantes ganancias obtenidas a comienzos del presente año. Los atentados terroristas contribuyeron también a incrementar la incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la media móvil de diez días de la volatilidad implícita de esos mercados obtenida de las opciones sobre el índice Dow Jones EURO STOXX 50, que subió 7 puntos porcentuales entre finales de febrero y el 31 de marzo, fecha en la que se situó en el 23%, todavía muy por debajo de la media registrada desde 1999.

Por lo que se refiere a la evolución sectorial observada recientemente en la zona del euro, las cotizaciones bursátiles de la mayor parte de los sectores incluidos en el índice Dow Jones EURO STOXX bajaron en marzo, señal de que el cambio observado en el clima inversor influyó en los mercados de renta variable. El único sector que consiguió resultados positivos fue el sanitario, en el que las cotizaciones bursátiles se vieron impulsadas al alza, tras la publicación de datos empresariales favorables.

Recuadro 2

REACCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES A LOS ATENTADOS TERRORISTAS DEL 11 DE MARZO DE 2004 EN MADRID

Los efectos de los atentados terroristas perpetrados en Madrid el 11 de marzo de 2004 en los mercados financieros internacionales han sido bastante moderados, con la excepción de los mercados bursátiles. En este recuadro se analiza con más detalle la evolución de estos mercados en la zona del euro y en Estados Unidos tras los citados atentados, y se efectúan algunas comparaciones con las reacciones a los atentados del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos.

En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX retrocedió aproximadamente el 3% el 11 de marzo, continuó cayendo los días siguientes y, posteriormente, se estabilizó. El 31 de marzo de 2004 se situaba en torno a un 4% por debajo del nivel correspondiente al 10 de marzo de 2004 (véase gráfico A). En comparación, en el 2001, la caída de este índice el día en que se cometieron los atentados terroristas fue superior (en torno al 7%), y la magnitud del descenso general antes de recuperarse también fue mayor (el 17%, aproximadamente)¹. En general, entre el 10 de septiembre de 2001 y finales de dicho mes, el índice Dow Jones EURO STOXX perdió prácticamente un 7%, es decir, aproximadamente 3 puntos porcentuales más que en marzo del 2004.

Sin embargo, también se constató una diferencia en la reacción que se produjo en el mercado bursátil de Estados Unidos (véase gráfico B). Tras los atentados terroristas de Madrid, el mercado de valores estadounidense retrocedió mucho menos que en septiembre del 2001, y el 31 de marzo de 2004, el índice Standard & Poor's 500 se situó próximo al nivel del 10 de marzo de 2004.

Gráfico A Índice Dow Jones EURO STOXX

(índice: 10 de septiembre 2001 = 100 y 10 de marzo 2004 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: El eje horizontal muestra el número de días hábiles. «0» señala el 10 de marzo de 2004 y el 10 de septiembre de 2001.

Gráfico B Índice Standard & Poor's 500

(índice: 10 de septiembre 2001 = 100 y 10 de marzo 2004 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: El eje horizontal muestra el número de días hábiles. «0» señala el 10 de marzo de 2004 y el 10 de septiembre de 2001.

1 Ha de tenerse en cuenta que el mercado bursátil estadounidense estuvo cerrado varios días tras los atentados del 11 de septiembre de 2001. Cuando se abrieron de nuevo, el 17 de septiembre de 2001, la tendencia bajista registrada tuvo algunos efectos de contagio en los mercados de valores europeos.

Una similitud con los atentados del 11 de septiembre de 2001 fue el considerable incremento de la volatilidad implícita de los mercados de valores con posterioridad a los atentados de Madrid, tanto en los mercados de renta variable de la zona del euro como en los de Estados Unidos. Este hecho obedeció al aumento de la incertidumbre provocada por los citados atentados, que también se observó tras los sucesos del 11 de septiembre de 2001. A pesar de este incremento, la volatilidad implícita de los mercados de valores permaneció en un nivel muy inferior al registrado en septiembre del 2001 (véanse gráficos C y D).

Gráfico C Volatilidad implícita de los mercados bursátiles, índice Dow Jones EURO STOXX 50

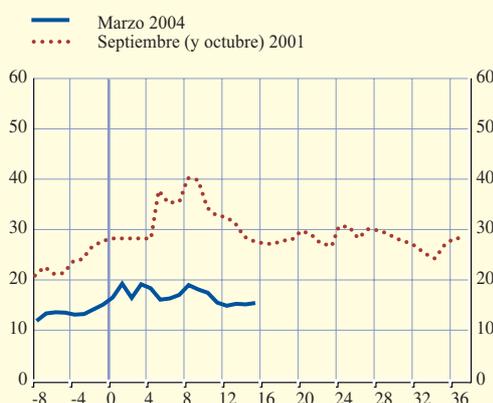
(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: El eje horizontal muestra el número de días hábiles. «0» señala el 10 de marzo de 2004 y el 10 de septiembre de 2001.

Gráfico D Volatilidad implícita de los mercados bursátiles, índice Standard & Poor's 500

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.
Nota: El eje horizontal muestra el número de días hábiles. «0» señala el 10 de marzo de 2004 y el 10 de septiembre de 2001.

Asimismo, debe señalarse que la caída de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro que se registró tras los atentados terroristas de Madrid fue generalizada en todos los sectores (véase cuadro siguiente). Esto contrasta con la evolución que tuvo lugar en el período posterior al 11 de septiembre de 2001, en el que las variaciones entre los distintos sectores fueron considerables. En el sector de

Variación de los precios en los índices Dow Jones EURO STOXX y Dow Jones Industrial Average, por sectores económicos

(variaciones porcentuales; datos diarios)

	Dow Jones EURO STOXX		Dow Jones Industrial Average	
	Del 10 de marzo a finales de marzo del 2004	Del 10 de septiembre a finales de septiembre del 2001	Del 10 de marzo a finales de marzo del 2004	Del 10 de septiembre a finales de septiembre del 2001
Materias primas	-5,1	-9,4	3,2	-6,8
Consumo cíclico	-3,2	-13,3	1,5	-7,3
Consumo no cíclico	-4,2	-4,9	-0,6	-3,6
Energía	-3,4	-7,4	-0,4	-9,3
Financiero	-4,8	-8,0	0,0	-0,8
Sanidad	-0,7	1,7	-2,0	0,0
Industrial	-2,6	-11,2	2,1	-7,7
Tecnología	-4,5	-2,0	1,6	-15,2
Telecomunicaciones	-4,0	7,4	0,0	5,8
Gas, agua, electricidad	-3,1	-1,9	0,9	-8,1
Índice general	-3,9	-6,3	0,4	-5,3
Pro memoria:				
Desviación típica de las variaciones por sectores	1,3	6,3	1,5	5,8

Fuentes: STOXX y cálculos del BCE.

consumo cíclico, que incluye las líneas aéreas y los hoteles, se produjo un retroceso considerablemente mayor que en el índice amplio después del 11 de septiembre de 2001 tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, debido, posiblemente, a las expectativas de disminución del tráfico aéreo y del turismo después de los atentados. El sector financiero, incluido el sector de seguros, también resultó considerablemente afectado en el 2001, ya que se acrecentaron los temores sobre futuras reclamaciones relativas a la cobertura de los seguros como consecuencia del terrorismo. En cambio, la reducida divergencia de las variaciones sectoriales observada en los mercados de valores tras el 11 de marzo de 2004 indica que la trayectoria de las cotizaciones bursátiles obedeció, principalmente, a un incremento general de la incertidumbre entre los participantes en el mercado, es decir, a un aumento de las primas de riesgo de mercado exigidas por los inversores, pero no a una preocupación especial relacionada con problemas claramente identificables en los sectores individuales.

Existen varias explicaciones posibles acerca de las diferencias observadas en el comportamiento de los mercados bursátiles con posterioridad al 11 de septiembre de 2001 y al 11 de marzo de 2004. Algunas de ellas guardan relación con las diferencias constatadas en la forma en que se perpetraron los atentados, que, en el caso del 11 de septiembre de 2001, causó gran preocupación sobre la rentabilidad futura de los sectores aéreo y de turismo, así como del sector de seguros. En lo que respecta a este último sector se ha de recordar que, tras los atentados del 11 de septiembre de 2001, se introdujeron algunas modificaciones en los contratos de seguro con el fin de limitar la exposición de las empresas de seguros al riesgo de atentados futuros, lo que, en parte, puede explicar por qué las citadas empresas no resultaron tan adversamente afectadas después de los atentados del 11 de marzo de 2004. Además, mientras los participantes en el mercado parecieron percibir los atentados del 11 de septiembre de 2001 como una perturbación mundial, la reacción del mercado de valores estadounidense tras los atentados del 11 de marzo pasado, bastante contenida, puede apuntar a que el mercado consideró que estos atentados tendrían consecuencias sobre todo en Europa, y no especialmente en Estados Unidos. Por último, los atentados de Madrid se produjeron en una época en la que la economía mundial había estado creciendo con intensidad, mientras que los sucesos del 11 de septiembre de 2001 ocurrieron durante una recesión económica. A este respecto, la relativamente reducida volatilidad implícita de los mercados bursátiles observada con posterioridad al 11 de marzo de 2004 refleja un mejor entorno económico general.

3 PRECIOS Y COSTES

Un menor aumento interanual tanto de los precios de la energía, debido a un efecto de base, como de los precios de los alimentos no elaborados redujo la inflación de la zona del euro al 1,6% en febrero del 2004, frente al 1,9% registrado en el mes anterior. Según el avance de Eurostat, la inflación se mantuvo estable en el 1,6% en marzo. En las primeras fases de la cadena de producción, las presiones sobre los precios industriales permanecieron moderadas. Sin embargo, la evolución de los precios de las materias primas desde comienzos de febrero podría ejercer algunas presiones al alza sobre los precios industriales en el próximo futuro. Por otro lado, el incremento de los costes laborales se ha estabilizado y la apreciación del euro seguirá atenuando las presiones sobre los precios de importación. Si no se producen nuevas perturbaciones que afecten a los precios, éstos deberían mantenerse en niveles compatibles con la estabilidad de precios, aunque las tasas de inflación podrían mostrar cierta volatilidad en el corto plazo, como consecuencia de unos efectos de base menos favorables sobre los precios energéticos y de una elevación de los impuestos indirectos.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

AVANCE DE MARZO DEL 2004

Según el avance de Eurostat, se estima que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro permaneció estable en el 1,6% en marzo del 2004 (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía de información detallada, es probable que hayan intervenido factores de signo contrario. Más concretamente, la reciente subida de los precios del petróleo en euros podría haber generado presiones al alza sobre los precios de la energía. Además, los precios de los alimentos elaborados parecen haberse resentido de la elevación de los precios del tabaco, originada por un nuevo aumento de los impuestos indirectos. Sin embargo, estos factores parecen haberse visto compensados, en gran medida, por un efecto de base a la baja sobre los precios energéticos, procedente de la fuerte subida de los precios del petróleo observada el año anterior. Como es habitual, al tratarse de una información preliminar, esta estimación presenta cierto grado de incertidumbre.

INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN FEBRERO DEL 2004

La inflación de la zona del euro descendió al 1,6% en febrero del 2004, desde el 1,9% registrado en el mes anterior (véase gráfico 16). En contraste con la inflación medida por el índice general, la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, experimentó un ligero aumento, de 0,1 puntos porcentuales, situándose en el 2%.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, Thomson Financial Datastream y HWWA.

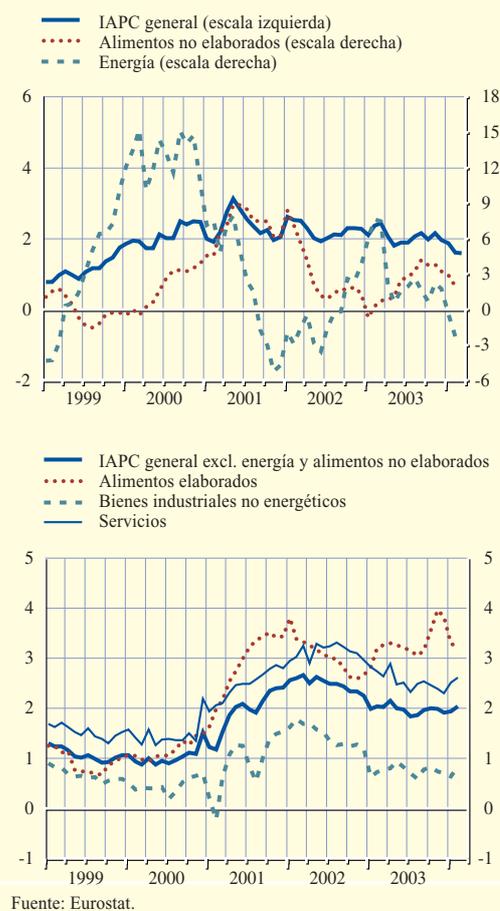
1) La inflación medida por el IAPC de marzo del 2004 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

La reducción de la inflación medida por el índice general fue consecuencia, principalmente, de un fuerte efecto de base a la baja sobre los precios energéticos del IAPC, resultado del acusado incremento de los precios del petróleo observado a comienzos del año pasado. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados volvió a disminuir en febrero, debido, fundamentalmente, al pronunciado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de las hortalizas, cuyas tasas de variación intermensuales llevan varios meses por debajo de su media histórica, lo que sugiere que la incidencia de la ola de calor que afectó a los precios de los alimentos en el verano pasado ha ido remitiendo gradualmente.

El aumento de la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, fue resultado de la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. El incremento de la tasa de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos, desde el 0,6% de enero al 0,8% de febrero, fue reflejo del ajuste al alza de los precios de los artículos de vestir y del calzado que se produjo en febrero, tras el marcado descenso registrado en enero con motivo de las rebajas de invierno. La subida experimentada por los precios de los artículos de vestir en el mes de febrero de este año está en contraste con la evolución de estos precios observada en febrero del 2003, mes en el que bajaron, en tasa intermensual, con respecto a enero. El aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios, que pasó del 2,5% en enero al 2,6% en febrero, fue consecuencia, principalmente, del incremento de los precios del transporte aéreo de pasajeros y de las vacaciones organizadas. Dada la volatilidad histórica de los precios de estas rúbricas, no cabe interpretar esta evolución como señal de una nueva subida de los precios de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente en febrero, aunque volverá, probablemente, a ser impulsada al alza por una nueva elevación de los impuestos sobre el tabaco.

Gráfico 16 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

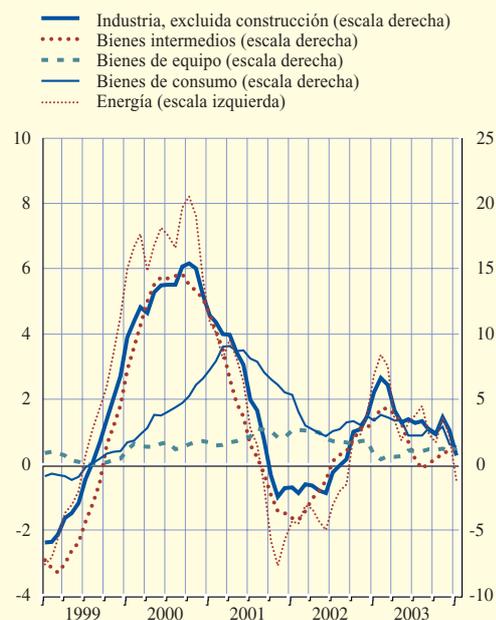
Las presiones sobre los precios en las primeras fases de la cadena de producción siguieron siendo moderadas en enero (véase gráfico 17). Tal y como se indicaba en el *Boletín Mensual* anterior, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI), excluida la construcción, descendió al 0,3% en enero del 2004, desde el 1% registrado en diciembre del 2003, como resultado, fundamentalmente, de efectos de base derivados de los precios energéticos. Excluyendo la energía, la tasa de variación interanual del IPRI permaneció sin cambios en el 0,6% en enero.

Los precios de todos los componentes del IPRI mantuvieron una evolución relativamente moderada en enero. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes intermedios creció levemente, hasta el 0,5%, en enero, como reflejo, posiblemente, de presiones al alza procedentes de los precios de las materias primas no energéticas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo siguió disminuyendo, alcanzando el 0,5% en enero del 2004, nivel en el que se situó también en la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de equipo en ese mismo mes.

De cara al futuro, el aumento de los precios del petróleo, tanto en dólares como en euros, observado desde comienzos de febrero del 2004, generará, probablemente, presiones al alza sobre los precios industriales. Por otro lado, las respuestas a la encuesta a los directores de compras, a partir de la cual se elabora el índice de precios de la zona del euro (IPE) para el sector manufacturero, señalan la subida de los precios de las materias primas no energéticas como fuente de presiones sobre los costes. Como se indicaba en el *Boletín Mensual* anterior, el IPE volvió a elevarse, pasando de 54,6 en enero del 2004 a 59,4 en febrero, con lo que se ha venido manteniendo por encima del umbral de 50 desde octubre del 2003.

Gráfico 17 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los datos más recientes relativos al cuarto trimestre del 2003 proporcionan nuevas evidencias de que el crecimiento de los costes laborales se ha ido moderando a lo largo del año pasado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual de los costes laborales totales por hora fue del 2,5% en el cuarto trimestre del

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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

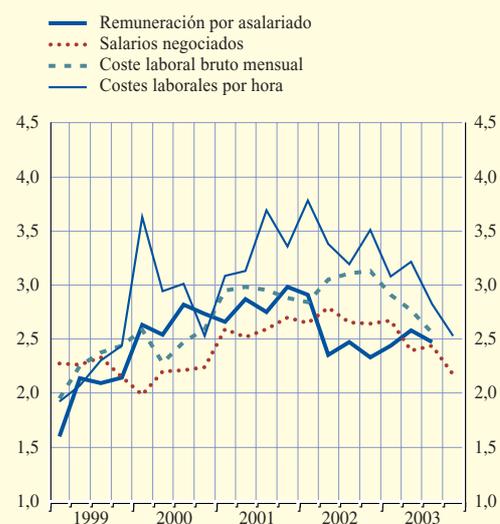
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

2003, frente al 2,8% en el trimestre anterior (véase cuadro 5). Para el conjunto del año 2003, los costes laborales totales por hora se incrementaron, en promedio, un 2,9%, en comparación con el 3,5% en el 2002. La contención del crecimiento salarial en el 2003 viene confirmada también por los datos sobre salarios negociados, cuya tasa media de variación interanual para el conjunto del año 2003 se redujo al 2,4%, desde el 2,7% registrado en el 2002 (véase gráfico 18).

Los datos más recientes sobre otros indicadores de costes laborales se refieren todavía al tercer trimestre del 2003. Aunque el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios descendió, siguió siendo relativamente elevado, situándose en el 2,4% en el tercer trimestre, reflejo de la persistencia de bajas tasas de crecimiento de la productividad. Sin embargo, en el contexto de una moderada creación neta de empleo, la recuperación de la actividad en el segundo semestre del año pasado propició un ligero aumento de la productividad del trabajo. Así, en el cuarto trimestre del 2003, con datos nacionales que sugieren que puede haber seguido produciéndose una contención del crecimiento de la remuneración por asalariado, se espera que disminuya también el crecimiento de los costes laborales unitarios.

Gráfico 18 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanuales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En el corto plazo, la elevación de los impuestos sobre el tabaco y unos efectos de base menos favorables sobre los precios energéticos tendrán una incidencia al alza sobre la tasa de inflación interanual, en particular en el segundo trimestre de este año. Sin embargo, teniendo en cuenta la evolución de los salarios y del tipo de cambio y las previsiones de recuperación económica gradual, y suponiendo 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 se mantenga en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el medio plazo. Los factores que han de ser especialmente objeto de un estrecho seguimiento son el aumento de los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo, y la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo (véase recuadro 3).

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

La atención se ha centrado recientemente en la evolución de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo. Estos indicadores tienen interés, ya que pueden ayudar a conocer la valoración de la evolución a largo plazo de los precios que hacen los agentes económicos, cuya opinión puede influir en la fijación de precios y salarios. Así pues, unas expectativas de inflación a largo plazo incompatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE serían motivo de preocupación.

En el presente recuadro se describe la información sobre las expectativas de inflación a largo plazo procedente de distintas fuentes. Concretamente, se analiza la evolución de las medidas de expectativas de inflación de la zona del euro, obtenidas de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE), de *Consensus Economics* y del Barómetro de la Zona del Euro, conjuntamente con la evolución de la tasa de inflación implícita calculada a partir de los bonos nominales y de los bonos indicados con la inflación.

El gráfico A presenta las expectativas de inflación a largo plazo de distintas encuestas a expertos en previsión económica, así como la evolución de la tasa de inflación implícita a diez años de la zona del euro, calculada como la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, ambos a diez años¹. Cabe observar que tanto las encuestas como la tasa de inflación implícita se refieren a horizontes temporales distintos. La encuesta EPE recoge las expectativas a cinco años vista, *Consensus Economics* a 6-10 años vista y el Barómetro de la Zona del Euro a cuatro años vista, mientras que la tasa de inflación implícita corresponde a un período de aproximadamente diez años.

Pese a referirse a horizontes temporales distintos, las encuestas han recogido en los últimos tres años expectativas de inflación prácticamente similares, que han ido fluctuando dentro de un intervalo relativamente estrecho, de alrededor del 1,8% al 1,9%. La tasa de inflación implícita ha mostrado una mayor volatilidad. Sin embargo, es importante señalar que la tasa de inflación implícita puede reflejar factores distintos de las tasas esperadas de inflación a largo plazo². Estos factores, algunos de los cuales pueden variar con el tiempo, pueden ser una prima positiva relacionada con la incertidumbre respecto de la inflación, una prima negativa relacionada con la mayor liquidez de los bonos nominales utilizados para calcular la tasa de inflación implícita, diferencias en los plazos de vencimiento, cuestiones fiscales y factores técnicos de mercado. Además, las citadas encuestas suelen recoger las expectativas de inflación medida por el IAPC general, mientras que la tasa de inflación implícita está ligada al IAPC, excluido el tabaco. Sin embargo, en horizontes temporales más dilatados, esta diferencia de cobertura debería tener una incidencia limitada.

La encuesta EPE solicita no sólo que se indiquen las expectativas puntuales de inflación sino también que se asigne a dichas expectativas una probabilidad expresada en porcentajes 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. La comparación de la distribución de probabilidad a lo largo del tiempo permite también considerar la posibilidad de un cambio en la percepción del riesgo o en la incertidumbre.

1 Para más información sobre la 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 de febrero del 2002.

2 Para más información sobre los factores distintos de las expectativas de inflación a largo plazo que pueden afectar a la tasa de inflación implícita, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de bonos indicados con la inflación de la zona del euro» en el Boletín Mensual de diciembre del 2003.

Gráfico A: Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de las encuestas a expertos en previsión económica y tasa de inflación implícita

(tasas de variación interanuales)

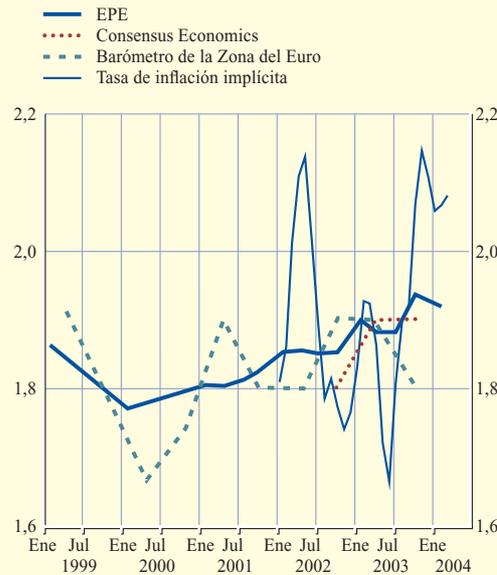
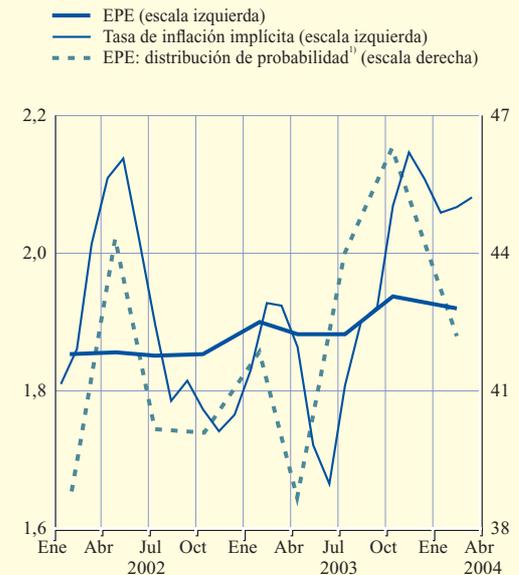


Gráfico B: Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de la encuesta EPE (expectativas de inflación y distribución de probabilidad) y tasa de inflación implícita

(tasas de variación interanuales, porcentaje)



Fuentes: BCE, Tesoro francés, Consensus Economics y MJEconomics (Barómetro de la Zona del Euro).

Nota: La encuesta EPE se refiere a las expectativas a cinco años vista, Consensus Economics a 6-10 años vista y el Barómetro de la Zona del Euro a cuatro años vista. La tasa de inflación implícita, que se calcula como la diferencia entre el rendimiento de los bonos nominales y el de los bonos indicados con la inflación, ambos a diez años, corresponde a un periodo de aproximadamente diez años.

1) Probabilidad asociada a una estimación de inflación a cinco años vista igual o superior al 2%.

El gráfico B muestra las estimaciones puntuales de inflación a largo plazo y la probabilidad asociada a una estimación igual o superior al 2%, que representa una tasa incompatible con la definición de estabilidad de precios en el medio plazo. Este gráfico sugiere que la evolución de la tasa de inflación implícita a diez años puede estar relacionada con la de la probabilidad asociada a una estimación igual o superior al 2%. Por ejemplo, la encuesta EPE del segundo trimestre del 2003 recogió un descenso tanto de la tasa de inflación implícita como de la probabilidad asociada a una estimación igual o superior al 2%, aunque la estimación puntual de inflación a largo plazo apenas experimentó cambios. De forma similar, en el segundo semestre del 2003, el aumento de la tasa de inflación implícita se correspondió con un incremento de la probabilidad asociada a una estimación igual o superior al 2%, aunque la estimación puntual creció mucho menos. Más recientemente, en las respuestas a la encuesta EPE del primer trimestre del 2004 se observa una ligera disminución de la tasa de inflación implícita y de la probabilidad asociada a una estimación igual o superior al 2%.

En consecuencia se podría concluir que la evolución reciente de la tasa de inflación implícita se ha visto influida más por variaciones de la incertidumbre respecto de la inflación que por variaciones de las expectativas de inflación media a largo plazo, lo que subraya la necesidad de contrastar varios indicadores a la hora de valorar la evolución de las expectativas de inflación a largo plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos datos publicados corroboran la opinión de que el moderado ritmo de recuperación de la zona del euro se ha mantenido en el 2004, tras un crecimiento intertrimestral del PIB real, que pasó del 0,3% al 0,4% en el segundo semestre del citado año. Sin embargo, los indicadores coyunturales recientes han sido contradictorios, lo que pone de manifiesto un cierto grado de incertidumbre en el corto plazo; mientras que, por el momento, los atentados terroristas perpetrados en Madrid el 11 de marzo no han tenido un efecto sustancial en las perspectivas económicas. Los resultados de las encuestas relativas a las manufacturas se estabilizaron o mejoraron ligeramente en marzo, y mantuvieron su coherencia con la tímida expansión registrada en la actividad industrial, pese a que los datos de producción de finales de año fueron relativamente discretos. Aunque la confianza en el sector servicios no se ha afianzado en los últimos meses, sigue apuntando a un crecimiento continuo en ese sector. Los indicadores a corto plazo del gasto de los hogares también fueron contradictorios, aunque el significativo aumento del comercio al por menor en el mes de enero tal vez sea indicativo, con carácter provisional, de una recuperación del gasto en consumo. De cara al futuro, tanto la situación interna como la externa se mantendrán, por lo que la recuperación continuará en el 2004 y se fortalecerá con el tiempo.

4.1 PRODUCTO Y DEMANDA

PIB REAL Y COMPONENTES DEL GASTO

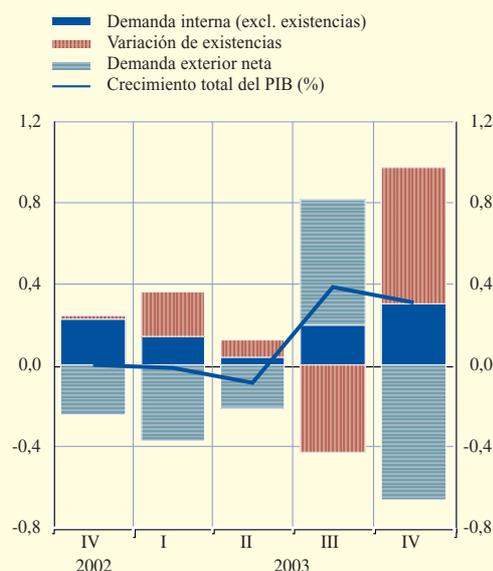
Los datos de las cuentas nacionales muestran que el crecimiento del PIB real fue del 0,3% en el cuarto trimestre del 2003, frente al 0,4% observado en el tercer trimestre (véase gráfico 19).

Salvo por un repunte de los gastos de capital, la composición de la demanda en el cuarto trimestre no parece haber sido especialmente favorable. El impulso procedente del crecimiento de las exportaciones, que fue el factor determinante de la recuperación de la actividad en el tercer trimestre, se redujo. Además, el gasto en consumo se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al tercer trimestre. Pese a la debilidad de la demanda interna, las importaciones registraron una fuerte aceleración. Como consecuencia, la contribución de la demanda exterior neta se tornó considerablemente negativa en el cuarto trimestre.

Si se combinan los indicadores del lado de la oferta, que fueron razonablemente positivos, con la moderación de la demanda y el notable crecimiento de las importaciones, la primera estimación de las cuentas nacionales para el cuarto trimestre del 2003 presenta una contribución positiva inusualmente alta de la variación de existencias (véase gráfico 19). Sin embargo, esta variable se utiliza en las cuentas nacionales de la zona del euro como partida equilibradora y, por lo tanto, sus datos pueden también ser reflejo de discrepancias estadísticas o errores de medición en los distintos componentes del PIB. Por ello, los datos relativos a la variación de existencias podrían revisarse a la baja, cuando se disponga de estimaciones más precisas de los demás componentes de la demanda.

Gráfico 19 Contribuciones al crecimiento del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PRODUCCIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

El crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre del 2003 se sustentó principalmente en la actividad industrial. La contribución del valor añadido real de los servicios fue también positiva, aunque menor que en la industria y por debajo de su aportación en el tercer trimestre. La desaceleración registrada en los servicios respondió fundamentalmente a una contracción de la producción en el comercio y en los transportes, que puede obedecer, en parte, a la debilidad del consumo.

Los datos de producción industrial (excluida la construcción) apuntan a un ritmo más contenido de la actividad en la industria en torno a finales de año. Tras un fuerte aumento observado en octubre, la producción industrial quedó prácticamente estabilizada en los dos últimos meses del 2003 y cayó realmente en enero del 2004. Este descenso es atribuible a una contracción de la producción en las principales ramas de actividad. Sin embargo, medido en cifras de medias móviles de tres meses, el favorable efecto de base del considerable crecimiento de la producción registrado en octubre continuó respaldando el dinamismo de la producción industrial (véase gráfico 20). Los datos de nuevos pedidos se contrajeron significativamente en enero, contrarrestando la intensa subida experimentada en diciembre. Con independencia de la volatilidad mensual, los datos de nuevos pedidos indican el mantenimiento de la demanda de productos industriales, aunque a un ritmo menor que en el cuatro trimestre del 2003.

DATOS DE LAS ENCUESTAS RELATIVAS A LAS MANUFACTURAS Y LOS SERVICIOS

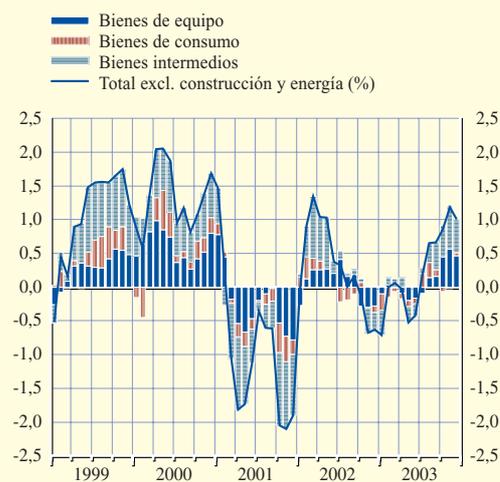
Los resultados de las encuestas relativas a las manufacturas fueron estables o mejoraron ligeramente en marzo del 2004 (véase gráfico 21). En general, sugieren que la actividad de la industria continuó expandiéndose en el primer trimestre del año, aunque a un ritmo moderado.

El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea no experimentó cambios en marzo, pese al leve empeoramiento de las expectativas de producción. La confianza se estabilizó en el caso de los bienes intermedios y de equipo, pero descendió moderadamente en el caso de los bienes de consumo. En general, los atentados terroristas perpetrados en Madrid el 11 de marzo parecen haber tenido efectos limitados en los resultados de la encuesta en ese mes, lo que puede deberse, en parte, al momento en que se llevaron a cabo las encuestas, que fue, en su mayor parte, con anterioridad a que se produjeran los atentados.

En contraste con los resultados de las encuestas de la Comisión Europea, el índice de directores de compra para las manufacturas mejoró ligeramente en marzo, como consecuencia de un incremento generalizado en todos sus componentes. Las respuestas de marzo se recopilaron después de los atentados de Madrid. Con todo, el índice, más orientado a evaluar la actividad actual, debería verse menos afectado por cambios en las expectativas.

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.

El indicador de confianza de la Comisión Europea relativo al sector servicios tampoco registró modificaciones en marzo. Esta estabilidad oculta una mejora en las expectativas de demanda, que contrarrestó el deterioro ocurrido en la valoración del clima empresarial general y en la situación menos favorable de la demanda registrada en los últimos meses.

En general, los resultados de la encuesta ofrecen indicaciones provisionales relativas a la evolución del primer trimestre del 2004. Las encuestas de la Comisión Europea para este período muestran, en promedio, una nueva mejora de las perspectivas de producción en las manufacturas y de la demanda futura en los servicios, lo que contrasta con la valoración, apenas sin cambios, de las tendencias pasadas de la producción en las manufacturas y con el ligero deterioro de la evolución reciente de la demanda en los servicios. En conjunto, los componentes de las encuestas que tienen en cuenta la evolución futura confirmarían la existencia de perspectivas favorables para la actividad de la zona del euro más allá del corto plazo. No obstante, los componentes que dependen de la evolución pasada podrían también indicar que la recuperación no se afianzó en el primer trimestre del año.

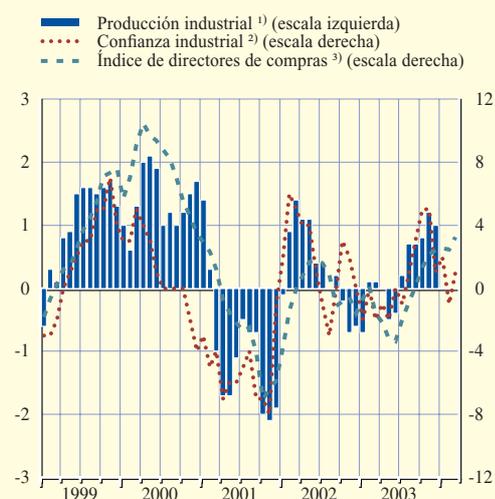
INDICADORES DEL GASTO DE LOS HOGARES

Los últimos datos presentan señales contradictorias en lo que se refiere a la fortaleza del gasto en consumo, aunque hay también indicaciones de que se produjo un repunte a comienzos del 2004.

Las ventas del comercio al por menor en la zona del euro se incrementaron fuertemente en enero, tras los descensos registrados en noviembre y diciembre. Eurostat dio a conocer por primera vez un avance de las ventas mensuales del comercio al por menor, reduciendo con ello de manera significativa el desfase en la disponibilidad de los datos (véase el recuadro 4 titulado «Primera estimación de la cifra de negocios del comercio al por menor en la zona del euro» para una descripción de la metodología). La

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

(datos mensuales; desestacionalizados)

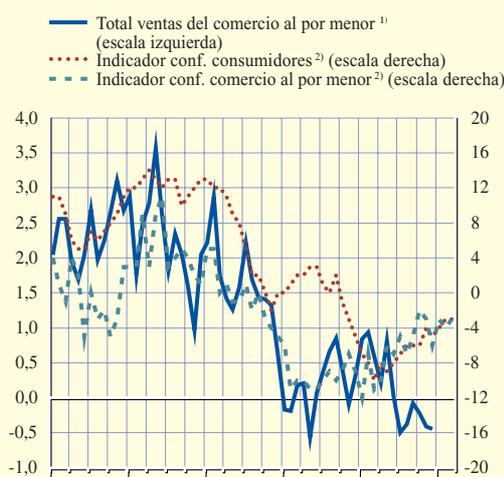


Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Reuters y cálculos del BCE.

- 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.

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; desviaciones respecto a la media histórica y datos desestacionalizados. Para el indicador de confianza de los consumidores, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores, debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa.

primera estimación apunta a un aumento mensual de alrededor del 2,25% en enero, que fue generalizado en todos los países de los que se disponía de datos, tanto en el componente alimenticio como en el no alimenticio. Pese a la variabilidad de los datos, la subida de enero proporciona señales positivas con respecto al consumo privado. La información parcial sobre los países disponible en febrero, junto con un incremento del crecimiento del crédito al consumo, complementa la señal más positiva ofrecida por los datos de comercio al por menor de enero. Por el contrario, las matriculaciones de automóviles han mantenido su moderación, pese al tímido crecimiento observado en febrero.

El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo estable en marzo (véase gráfico 22), aún cuando la percepción sobre las perspectivas económicas generales se debilitó ligeramente. La información disponible para ese mes no sugiere una sensible disminución de la confianza tras los atentados terroristas de Madrid. En el conjunto del primer trimestre, la mejora en cuanto a las perspectivas de la economía y del mercado de trabajo, en particular, ha respaldado el aumento de la confianza de los consumidores, confirmando el continuo movimiento al alza desde los reducidos niveles observados a primeros del 2003. Sin embargo, la confianza sigue siendo baja, en términos históricos, y las recientes mejoras sólo han recuperado parte de las pérdidas de confianza registradas en el segundo semestre del 2000 y en el primer trimestre del 2003.

4.2 MERCADO DE TRABAJO

DESEMPLEO

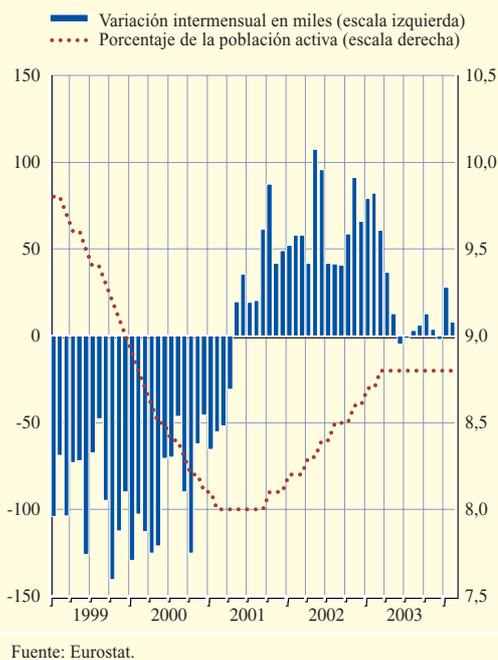
A principios del 2004, la situación del mercado de trabajo se mantuvo estabilizada en niveles reducidos. Los datos de empleo de febrero mostraron un ligero ascenso en el número de parados, tras el crecimiento más significativo registrado en enero. No obstante, la tasa de paro se ha mantenido en el 8,8%, sin cambios durante 12 meses consecutivos (véase gráfico 23). En cuanto al detalle por edades, ni la tasa de desempleo de los colectivos menores de 25 años ni la de 25 años y más experimentaron variación en febrero, situándose en el 16,8% y en el 7,8%, respectivamente.

EMPLEO

El crecimiento del empleo en la economía en su conjunto fue ligeramente positivo en el cuarto trimestre del 2003 (véase cuadro 6). Esta evolución oculta de nuevas tendencias divergentes entre el crecimiento de la creación de empleo en los servicios y el considerable descenso observado en el empleo en la industria. La divergencia entre los sectores fue particularmente marcada a finales del año pasado, lo que también se vio reflejado en las tendencias distintas de la productividad en ambos sectores: en el cuarto trimestre del 2003, la productividad se elevó más de 1% en la industria (excluida la construcción) al tiempo que se redujo en los servicios. En lo que se refiere a la economía en su conjunto, y en un con-

Gráfico 23 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

texto de moderación en la creación neta de empleo, la recuperación de la actividad durante el segundo semestre del año se vio acompañada por un ligero incremento de la productividad del trabajo.

De cara al futuro, las expectativas de creación de empleo, a pesar de seguir mejorando en el primer trimestre del 2004, se mantienen en niveles relativamente reducidos. Estas expectativas apuntarían finalmente a una mejora paulatina de la situación del mercado de trabajo, en caso de que se mantuviera la recuperación, como las empresas esperan actualmente.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El ritmo moderado de recuperación en la zona del euro parece haber continuado en el primer trimestre del 2004. Sin embargo, los indicadores coyunturales publicados recientemente han sido contradictorios, poniendo de manifiesto la existencia de un cierto grado de incertidumbre en el corto plazo, mientras que, hasta el momento, los atentados de Madrid del 11 de marzo no han afectado sensiblemente las perspectivas económicas.

Por lo que respecta al futuro, las condiciones son conducentes a un fortalecimiento gradual del crecimiento a lo largo del 2004 y más allá. Avanza la recuperación en el resto del mundo y la dinámica demanda externa de la zona del euro debería garantizar un aumento sustancial de las exportaciones, pese al efecto moderador de la apreciación del euro en los últimos años sobre la competitividad en términos de precios de las exportaciones. En el ámbito interno, tras un incremento inicial de la inversión en el cuarto trimestre del 2003, se espera que las empresas continúen elevando los gastos de capital. La recuperación de la inversión debería ser propiciada por las mejores perspectivas de la demanda, las favorables condiciones de financiación y los mayores beneficios. El consumo privado debería beneficiarse del mayor vigor del crecimiento de la renta real, respaldado en el corto plazo por los menores precios de importación y por los recortes en los impuestos directos y, a finales de año, por la mejora gradual del mercado de trabajo. Las previsiones y proyecciones disponibles también confirman el mantenimiento de la recuperación del crecimiento del PIB real.

Recuadro 4

PRIMERA ESTIMACIÓN DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DEL COMERCIO AL POR MENOR EN LA ZONA DEL EURO

El 5 de marzo de 2004 Eurostat publicó una estimación de la cifra de negocios del comercio al por menor en la zona del euro para enero de ese año. Eurostat considera la publicación de estos resultados como una primera estimación. Esta notable mejora en la puntualidad de publicación de los datos, que ha pasado de en torno a 65 a unos 35 días después del período de referencia, es consecuencia de un acuerdo de caballeros entre Eurostat y los institutos nacionales de estadística (INE). También es atribuible a la implantación de nuevos métodos estadísticos para elaborar la estadística de la zona del euro. En este recuadro se describen los métodos y características de esta primera estimación para la zona del euro¹.

Nuevo procedimiento para estimar los agregados del comercio al por menor de la zona del euro.

En noviembre del 2001, el Comité del Programa Estadístico² decidió que los Estados miembros deberían —en los próximos dos años— estar preparados para proporcionar el índice de ventas del comercio al por menor 30 días después de que termine el período de referencia, gracias a la utilización de nuevas técnicas de muestreo. Hasta el momento, ningún país de la zona del euro ha podido publicar este tipo de datos de manera tan puntual. La idea básica de la propuesta era la de que, al emplear las muestras nacionales existentes, se podrían identificar subconjuntos de muestras más pequeños para cada país, que, combinados, proporcionarían una estimación fiable para la zona del euro. Los institutos nacionales de estadística tratarían en primer lugar los datos de los subconjuntos. La segunda medida sería publicar los resultados basados en todos los datos nacionales (lo que, posiblemente, llevaría a la revisión de las cifras para la zona del euro).

La primera estimación para la zona incluye la cifra total de negocios del comercio al por menor, en precios constantes, desagregada en ventas de alimentos, bebidas y tabaco y ventas de productos no alimenticios. Se publica información detallada de los agregados al mismo tiempo que se hace pública la primera estimación para el siguiente período de referencia, es decir, en torno a 60 o 65 días después de que se termine el período de referencia.

Todos los países de la zona del euro han implantado medidas para mejorar la puntualidad de sus resultados. Por ejemplo, Bélgica, Grecia, Irlanda, Italia y Finlandia utilizan muestras reducidas para sus primeras estimaciones. España y Portugal han podido acortar el plazo en el que publican sus estimaciones, manteniendo, sin embargo, el tamaño completo de la muestra. Otros dos países emplean métodos distintos para mejorar la puntualidad de sus resultados. Alemania utiliza datos de los seis Länder de mayor tamaño y Francia presenta estimaciones basadas en datos mensuales recogidos en supermercados, y en los resultados de la encuesta del comercio al por menor que realiza la Banque de France.

No todos los países de la zona del euro están incluidos actualmente en esta primera estimación (véase cuadro siguiente). Con todo, la cobertura por países del agregado de la zona del euro es superior al 80%, y se esperan mejoras adicionales. Por ejemplo, los Países Bajos contribuirán a la primera estimación de la zona del euro a partir del período de referencia que comienza en febrero del 2004.

1 Para más detalles, véase también la nota de prensa de Eurostat correspondiente y el artículo titulado «Retail trade: volume of sales», Statistics in Focus, Theme 4 – 8/2004, Eurostat 2004, disponibles ambos en www.europa.eu.int/comm/eurostat.

2 El Comité del Programa Estadístico coordina el trabajo de recogida y compilación de las estadísticas no financieras de la zona del euro que llevan a cabo Eurostat y los institutos nacionales de estadística.

Puntualidad de las primeras estimaciones relativas a las cifras de negocio del comercio al por menor de la zona del euro

(número de días tras el período de referencia)

Período de referencia	Zona del euro	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
Junio 2001	64	54	43	79	46	60	60	60	117	38	60	59	58
Enero 2004	35	n.a.	32 ¹⁾	n.a.	42 ¹⁾	32 ¹⁾	46 ¹⁾	53 ¹⁾	n.a.	55	60	31 ¹⁾	42 ¹⁾

Fuente: Eurostat.

1) Incluido en la primera estimación.

Calidad de los datos y desarrollo futuro

Aún es pronto para realizar una evaluación sólida de la calidad de esta primera estimación. Su compilación a partir de datos parciales e incompletos podría traducirse en revisiones de mayor envergadura, que podrían reflejar una tasa más elevada de encuestas sin responder, la selección de grandes unidades de comercio al por menor en una muestra reducida o restricciones de tiempo para comprobar la calidad, como consecuencia de la mayor rapidez en el procesamiento de los datos. Sin embargo, las pruebas llevadas a cabo por Eurostat en el 2003 no pusieron de manifiesto que la mejora en la puntualidad hubiese conducido a unas revisiones más significativas de los agregados de la zona del euro. En cualquier caso, es preciso ser cautos, pues los agregados del comercio al por menor de la zona del euro han sido siempre relativamente volátiles y las revisiones han sido, con frecuencia, considerables.

La elaboración de una primera estimación de la cifra de negocio del comercio al por menor se utilizó como proyecto piloto, con el fin de ofrecer resultados de la zona del euro con mayor puntualidad y limitar la carga de los institutos nacionales de estadística. Por ello, la satisfactoria implantación del nuevo método es importante para el desarrollo futuro de otras estadísticas de la zona del euro.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio efectivo nominal del euro se debilitó en el transcurso de marzo del 2004. Buena parte de esa caída reflejó una depreciación del euro frente al yen japonés, divisa que experimentó un fortalecimiento generalizado frente a la totalidad de las principales monedas y, en menor medida, frente al dólar estadounidense. Los atentados terroristas perpetrados el 11 de marzo en Madrid no parecen haber tenido un efecto duradero sobre la evolución de los mercados de divisas.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

A comienzos de marzo del 2004, el euro se depreció en primera instancia y de forma acusada frente al dólar estadounidense, para recuperarse en cierta medida más tarde, como consecuencia de la fuerte reacción de los mercados de divisas a la publicación de datos contradictorios sobre la situación del mercado de trabajo en Estados Unidos (véase gráfico 24). Durante el resto del mes, el euro se mantuvo bastante estable frente a la divisa estadounidense, fluctuando dentro de un intervalo situado entre 1,21 y 1,24 dólares. Dicha estabilidad parece haber sido el resultado de las señales de naturaleza dispar procedentes, principalmente, de la publicación de datos económicos en Estados Unidos. Por una parte, la evidencia de un crecimiento sostenido en ese país, proporcionada por las elevadas cifras de producción industrial de febrero, propició un impulso alcista sobre la moneda estadounidense. Además, la publicación de datos que sugerían la continuidad en enero, por tercer mes consecutivo, de la capacidad de Estados Unidos para atraer importantes entradas netas de inversiones de cartera, contribuyó a atemperar la inquietud existente en los mercados acerca de la financiación del déficit de la balanza por cuenta corriente de ese país. Por otra parte, la persistencia del déficit de la balanza comercial estadounidense en enero influyó de manera negativa sobre el dólar. El 31 de marzo, el euro cotizaba a 1,22 dólares, un 1,6% por debajo de su nivel a finales de febrero y un 8,1% por encima de la media del año 2003.

YEN JAPONÉS/EURO

Después de un período de relativa fortaleza en febrero y a inicios de marzo del 2004, el euro se debilitó de forma significativa frente al yen japonés durante el resto del mes (véase gráfico 24). Durante el mismo período, la divisa nipona también se apreció con respecto a la totalidad de las principales

Gráfico 24 Evolución de los tipos de cambio

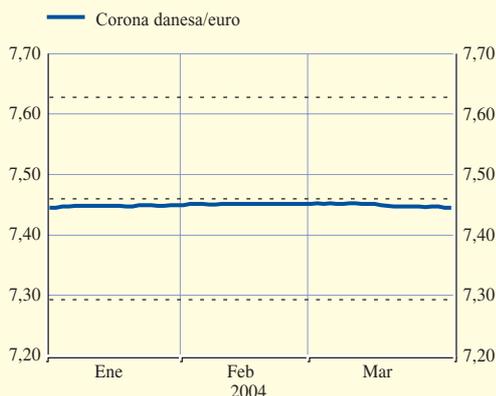
(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

monedas. Esta apreciación generalizada del yen parece haber reflejado, fundamentalmente, el afianzamiento de la recuperación de la economía japonesa, ya que la pujante actividad del sector exportador parece estar transmitiéndose de manera gradual a la economía interna. Otro factor que podría haber contribuido al fortalecimiento del yen ha sido la intensa especulación existente en los mercados acerca de la posible decisión adoptada en marzo por las autoridades japonesas de suspender sus operaciones en el mercado de divisas. El 31 de marzo, el euro cotizaba a 127 yenes, esto es, un 6,4% por debajo de su nivel a finales de febrero y un 3,1% menos que la media del año 2003.

LIBRA ESTERLINA/EURO

El euro se apreció frente a la libra esterlina durante la primera mitad de marzo del 2004, puesto que los mercados de divisas reaccionaron ante unas cifras de comercio exterior del Reino Unido peores de lo esperado para el mes de enero (véase gráfico 24). Sin embargo, en la segunda quincena del mes, la libra se recuperó, impulsada por evidencias continuas de la pujanza del consumo privado, confirmando así unas perspectivas favorables para la economía del país. El 31 de marzo, el euro cotizaba a 0,67 libras esterlinas, ligeramente por debajo de su nivel a finales de febrero y un 3,8% menos que la media del año 2003.

OTRAS MONEDAS EUROPEAS

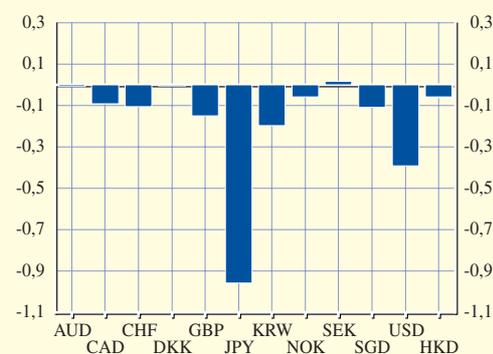
En el MTC II, la corona danesa continuó fluctuando dentro de un intervalo muy estrecho, próximo a su paridad central (véase gráfico 25). Por lo que respecta a otras monedas europeas, el euro se mantuvo prácticamente estable frente a la corona sueca, al tiempo que se depreciaba frente al franco suizo y, de un modo más acusado, frente a la corona noruega.

Gráfico 26 El tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



Contribución a las variaciones de los TCE²⁾
27 feb 2004 a 31 mar 2004
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 31 de marzo, el euro se situó, en términos efectivos nominales, frente a las monedas de los doce principales socios comerciales de la zona del euro, un 2,1% por debajo de su nivel a finales de febrero y un 1,5% por encima de la cotización media del año 2003 (véase gráfico 26). La depreciación del euro en términos efectivos obedeció, fundamentalmente, a su debilitamiento frente al yen japonés y, en menor medida, frente al dólar estadounidense. Por otra parte, los acontecimientos de Madrid no parecen haber influido de forma duradera sobre la evolución de los mercados de divisas.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada se redujo en enero del 2004 con respecto al registrado durante el mes anterior, como consecuencia de un incremento de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, así como de una reducción del superávit de la balanza de servicios. Esta evolución se vio compensada, en parte, por un aumento del superávit de la balanza de bienes, reflejo de unas menores importaciones y unas mayores exportaciones, que sugiere una continuidad de la recuperación de las exportaciones observada a partir del segundo semestre del 2003, en un entorno de vitalidad de la demanda exterior. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas salidas netas. Los flujos netos de salida de inversiones directas y de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones no se vieron enteramente compensados por las entradas netas observadas en la rúbrica de valores distintos de acciones.

CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS COMERCIALES

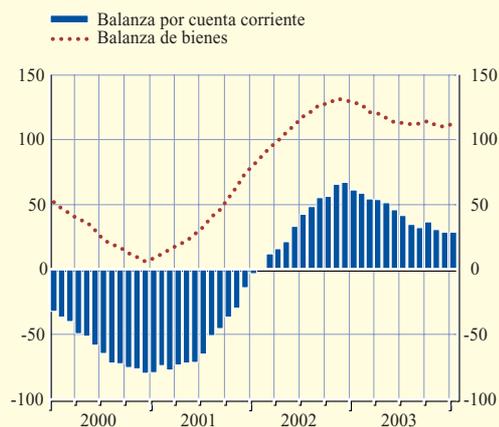
La balanza por cuenta corriente desestacionalizada de la zona del euro arrojó un superávit de 2,5 mm de euros en enero del 2004. Esta cifra fue reflejo de los superávit registrados tanto en la balanza de bienes como, en menor grado, en la de servicios, que se vieron compensados, en parte, por los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes (véase el cuadro 7.1 en la sección de «Estadísticas de la zona del euro»).

En comparación con los datos revisados de diciembre del 2003, el superávit de la balanza por cuenta corriente desestacionalizada experimentó un descenso de 0,7 mm de euros en enero del 2004. Esta evolución obedeció a un incremento de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, así como a una disminución del superávit de la balanza de servicios, que se vieron compensados, en parte, por un aumento del superávit de la balanza de bienes. La mejora del superávit de la balanza de bienes, por un importe de 4,1 mm de euros, se debió al efecto conjunto de unas mayores exportaciones y de unas menores importaciones, ambas en términos nominales. Descendiendo a un mayor grado de detalle, la cifra desestacionalizada de las exportaciones de bienes en términos nominales de la zona del euro creció en enero en torno a un 2,2% con respecto a la registrada durante el mes anterior. En consecuencia, durante el mes de enero continuó el proceso de recuperación de las exportaciones, que se venía observando desde el segundo semestre del 2003 y cuyo estímulo principal sigue radicando en la fortaleza de la demanda exterior. Durante ese mismo período, las importaciones de bienes en términos nominales se redujeron un 2,8%.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el superávit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente arrojó en enero del 2004 una cifra de 28,9 mm de euros, inferior en 32,6 mm de euros a la registrada un año antes (véase gráfico 27). Este deterioro fue consecuencia, fundamentalmente, del descenso del superávit de la balanza de bienes y del aumento de los déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. A su vez, la disminución del superávit de la balanza de bienes reflejó, en gran parte, una reducción en torno al 2,3% de las exportaciones en términos nominales de la zona del euro durante el mismo período. La caída de las exportaciones en términos nominales fue resultado, principalmente, de los efectos de la apreciación del euro y de la debilidad de la demanda exterior

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

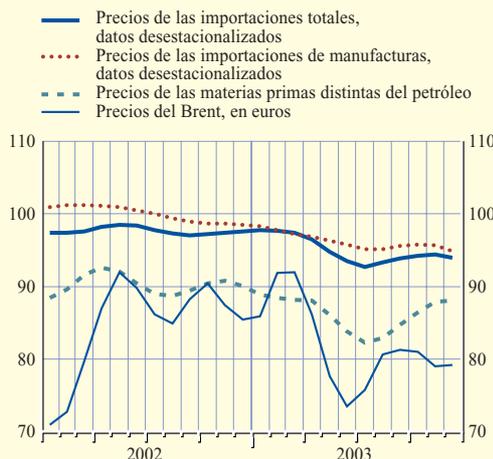
(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados; saldos acumulados de 12 meses)



Fuente: BCE.

Gráfico 28 Precios de las importaciones procedentes de fuera de la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat, HWWA y cálculos del BCE.

Nota: El índice de precios de las importaciones totales no coincide con la media ponderada de sus componentes, debido a la utilización de distintas fuentes de datos.

en el primer semestre del 2003. Si bien la recuperación de la demanda exterior a partir de mediados del año 2003 contribuyó a una aceleración del crecimiento de las exportaciones entre julio del 2003 y enero del 2004, esta mejora no fue suficiente para contrarrestar la disminución observada durante el primer semestre del 2003. Por lo que respecta a las importaciones en términos nominales, su importe acumulado de doce meses hasta enero del 2004 se redujo levemente con respecto al mismo período del año precedente. El fuerte crecimiento de las importaciones de la zona del euro registrado en el cuarto trimestre del 2003 no logró compensar plenamente el descenso observado durante el segundo y tercer trimestres del pasado año.

Con arreglo a las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, que incluyen las cifras de importaciones en términos reales y de precios de las importaciones hasta diciembre del 2003, las mayores importaciones en términos nominales de la zona del euro registradas en el último trimestre del 2003 reflejaron un incremento de las importaciones en términos reales, ya que los precios de las importaciones permanecieron prácticamente estables con respecto a los del trimestre anterior. El principal factor explicativo del aumento de las importaciones en términos reales parece haber sido un fortalecimiento de la demanda de la zona del euro. Tras la estabilidad general observada en los precios de las importaciones se ocultan fluctuaciones dispares de sus diferentes componentes, que lograron compensarse entre sí (véase gráfico 28). En el segundo semestre del 2003, la caída de los precios de los bienes manufacturados, en un entorno caracterizado por el efecto retardado de la apreciación del euro, se vio prácticamente compensada por una importante subida de los precios en euros de las materias primas distintas del petróleo.

CUENTA FINANCIERA

El agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró unas salidas netas por importe de 22,4 mm de euros en enero del 2004. Esta cifra fue reflejo de las salidas netas tanto de inversiones directas (11 mm de euros), como de inversiones de cartera materializadas en acciones y participaciones (15,7 mm de euros), que sólo se vieron compensadas, en parte, por las entradas netas en la rúbrica de valores distintos de acciones (4,2 mm de euros).

Las salidas netas en la rúbrica de «otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)» fueron el determinante fundamental de la evolución de las inversiones directas. En particular, los préstamos entre empresas relacionadas concedidos por no residentes a filiales situadas en la zona del euro se redujeron en 9,2 mm de euros.

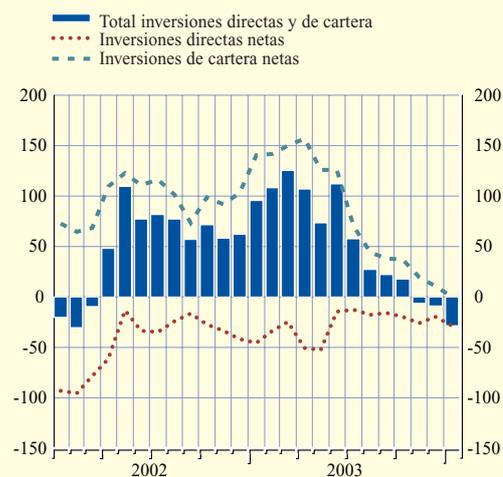
Las salidas netas de inversiones de cartera fueron resultado, en gran medida, de la adquisición neta de acciones y participaciones de fuera de la zona del euro por parte de residentes (14,2 mm de euros), aunque también se produjeron algunas ventas netas de acciones y participaciones de la zona del euro por parte de no residentes (1,4 mm de euros). El fortalecimiento y la generalización de la recuperación económica mundial, así como las expectativas de una mayor rentabilidad empresarial en otras de las principales áreas económicas, podrían haber influido en la decisión de los residentes en la zona del euro de invertir en acciones y participaciones extranjeras durante el mes de enero. Las entradas netas en la rúbrica de valores distintos de acciones podrían haber venido asociadas, en parte, a consideraciones acerca del rendimiento de los citados valores.

Por lo que se refiere a la rúbrica de «otras inversiones», se registraron unas sustanciales entradas netas derivadas de las operaciones a corto plazo de las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema). Estas entradas netas fueron ampliamente contrarrestadas por las salidas netas registradas en otras partidas de esta rúbrica.

Desde una perspectiva a más largo plazo, en el período de doce meses hasta enero del 2004, el agregado de inversiones directas y de cartera registró unas salidas netas acumuladas por un importe de 28,3 mm de euros, frente a las entradas netas acumuladas de 95,3 mm de euros contabilizadas el año anterior. Esta evolución fue resultado, principalmente, de las menores entradas netas de inversiones de cartera, que sólo se vieron compensadas, en parte, por una reducción de las salidas netas de inversiones directas extranjeras. La disminución de los flujos netos de entrada de inversiones de cartera se aceleró durante el segundo semestre del 2003 (véase gráfico 29). Gran parte de este descenso estuvo relacionado con el cambio de signo de la rúbrica de instrumentos del mercado monetario, desde entradas netas en el período de doce meses hasta enero del 2003 (por importe de 28,8 mm de euros) a salidas netas un año después (por importe de 44,4 mm de euros), como consecuencia, fundamentalmente, de la pronunciada caída observada en las compras netas de valores del mercado monetario de la zona del euro por parte de no residentes. Además, el aumento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones en el extranjero por parte de residentes en la zona del euro durante el mismo período (de 24,4 mm de euros a 92,2 mm de euros) también contribuyó a la disminución generalizada de las entradas netas de inversiones de cartera.

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.

ARTÍCULOS

LA INFLUENCIA DE LA POLÍTICA FISCAL EN LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA Y EN LOS PRECIOS

En este artículo se analizan las principales influencias de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en la evolución de los precios, y se exponen una serie de razones por las que una política fiscal orientada hacia la preservación de la estabilidad económica, tanto en el corto como en el largo plazo, es la más adecuada. El marco fiscal europeo constituye un entorno institucional adecuado para alcanzar esta situación de estabilidad.

En cuanto a los aspectos a corto plazo, una política fiscal que permite el funcionamiento de los estabilizadores automáticos suele contribuir a suavizar las fluctuaciones económicas. La estabilidad macroeconómica también puede fomentarse a través de sistemas tributarios y de prestaciones sociales que proporcionan los incentivos apropiados para que los agentes se adapten con flexibilidad a unas circunstancias económicas cambiantes, y de unas políticas de gasto que propicien una estructura económica eficiente. En cambio, con frecuencia, el ajuste presupuestario discrecional ha demostrado tener efectos procíclicos y, con el tiempo, ha provocado déficit presupuestarios más elevados. A más largo plazo, una política fiscal saneada garantiza la sostenibilidad de las finanzas públicas y, de ese modo, promueve un entorno macroeconómico que favorece un mayor crecimiento económico y la estabilidad de precios. A este respecto, un marco basado en normas conduce al mantenimiento de la disciplina presupuestaria al tiempo que sustenta la estabilización económica. Este marco también hace que la política fiscal sea previsible para los agentes económicos.

La política monetaria del BCE toma en consideración la influencia de las políticas fiscales, sobre todo en su análisis económico, pero también en el análisis monetario. En última instancia, una política fiscal sólida facilita considerablemente la ejecución de una política monetaria orientada a la estabilidad.

I INTRODUCCIÓN

Un principio económico fundamental es que a las políticas macroeconómicas se les debe asignar aquellos objetivos que mejor puedan alcanzarse. Tanto la política monetaria como la fiscal tienen un impacto en variables macroeconómicas clave. Actualmente existe un amplio consenso respecto de que, dada la neutralidad de los estímulos monetarios para el crecimiento económico a largo plazo, la política monetaria no puede incrementar el producto real por encima del nivel que determinan el progreso tecnológico y los factores fundamentales que subyacen a las decisiones de carácter económico. Al mismo tiempo, un entorno de estabilidad de precios facilita el funcionamiento del mecanismo que determina los precios relativos, que, a su vez, favorece la eficacia en la asignación de recursos. Al afianzar las expectativas de inflación, un entorno de estas características también reduce la incertidumbre del mercado y la prima de riesgo incluida en los contratos nominales a largo plazo. La estabilidad de precios se considera la base de una economía de mercado que funciona adecuadamente, y la mejor aportación que puede hacer la política monetaria a la prosperidad económica.

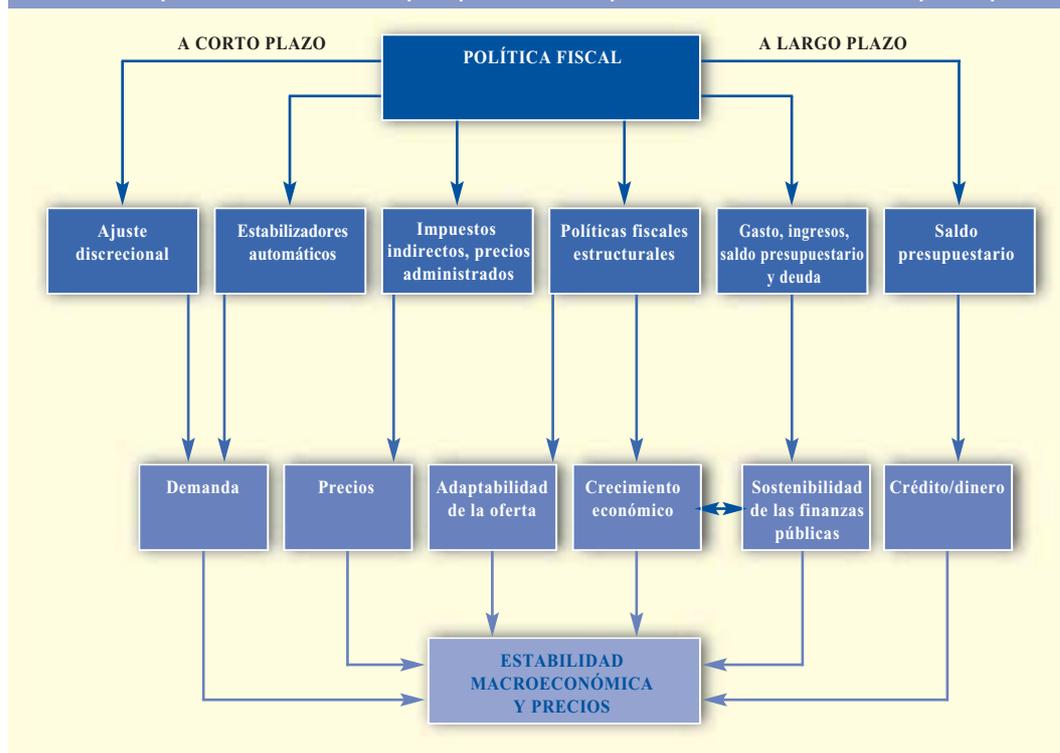
Desde la perspectiva de un banco central cuyo objetivo primordial es mantener la estabilidad de precios, el análisis de la política fiscal se centra en la influencia que dicha política ejerce en la estabilidad macroeconómica, ya que define el entorno en que debe ejecutarse la política monetaria. En el corto plazo, la política fiscal puede contribuir a la estabilidad macroeconómica y de precios, sobre todo gracias a su efecto estabilizador en la renta disponible de los hogares a través de los impuestos y de las prestaciones por desempleo, así como en el nivel de precios y en su formación. A más largo plazo, una política fiscal que garantiza la sostenibilidad de las finanzas públicas, y con ello fomenta la estabilidad macroeconómica, también contribuye a un entorno de política económica conducente a la estabilidad de precios.

A lo largo de las últimas décadas se ha producido un cambio en los criterios imperantes en Europa sobre la forma en que la política fiscal debe contribuir a la estabilidad macroeconómica y de precios. Hace treinta años, la opinión predominante era que la política fiscal podía ajustarse con el fin de dirigir el rumbo de la economía en el corto plazo y, en consecuencia, mantener la estabilidad ma-

macroeconómica a largo plazo. En la actualidad existe consenso respecto de que tales políticas fiscales pueden fracasar en lo que concierne a ambos aspectos. Pueden desestabilizar la economía a corto plazo y afectar negativamente a la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como socavar la estabilidad macroeconómica en el largo plazo. En cambio, la opinión preponderante actualmente deja la suavización de las fluctuaciones de la renta a corto plazo a los estabilizadores automáticos. Estos estabilizadores son variaciones de los ingresos y del gasto públicos que surgen de forma automática, sin intervención política discrecional, como consecuencia del impacto de las fluctuaciones cíclicas. Por otra parte, las medidas discrecionales son variaciones activas de los ingresos o gastos públicos. En la actualidad, tales medidas no se consideran útiles para gestionar la demanda agregada, sino que están justificadas por la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y de elevar el crecimiento económico potencial. Tanto la estabilización automática como una política fiscal discrecional orientada a la sostenibilidad proporcionan un entorno previsible y estable para que los agentes económicos actúen con el fin de aumentar el bienestar. Además, un conjunto adecuado de normas e instituciones de política fiscal se considera fundamental para generar un entorno favorable en este ámbito, especialmente en una unión monetaria en la que la política fiscal se formula de manera descentralizada. En el gráfico figura una presentación simplificada de los principales canales a través de los que la política fiscal influye en la estabilidad macroeconómica y en los precios, que se estudian con más detalle en el artículo.

En las secciones dos y tres se analiza la influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios a corto y a largo plazo. La sección cuatro aborda el papel de las normas fiscales y presenta un debate sobre las principales características del marco fiscal de la UE. En la sección cinco se explica la ejecución de la política monetaria en este marco, y en la última sección se resumen las principales conclusiones.

Gráfico 1 Principales canales a través de los que la política fiscal influye en la estabilidad macroeconómica y en los precios



2 LA INFLUENCIA DE LA POLÍTICA FISCAL A CORTO PLAZO

La estabilidad macroeconómica eleva el bienestar social y económico porque reduce las fluctuaciones de la renta y del consumo. Existen tres canales principales a través de los cuales la política fiscal puede afectar al entorno de la política monetaria a corto plazo. En primer lugar, la política fiscal puede influir en el crecimiento económico y en los precios mediante medidas discrecionales de ajuste, esto es, mediante variaciones activas de los ingresos o del gasto públicos con el objeto de estabilizar la economía. En segundo lugar, el libre funcionamiento de los estabilizadores económicos puede contribuir a reducir la volatilidad a corto plazo. En tercer lugar, los gobiernos disponen de ciertos instrumentos que causan un efecto rápido, incluso inmediato, en la evolución de los precios, como los tipos del impuesto sobre el valor añadido.

En cuanto a las medidas discrecionales de ajuste, la teoría estándar sugiere que las medidas que provocan una elevación del déficit tendrán un efecto positivo en el crecimiento macroeconómico y en la evolución de los precios en el corto plazo. Una orientación presupuestaria más laxa como resultado de medidas de estímulo puede aumentar la demanda agregada en determinados supuestos y provocar presiones al alza sobre los precios. Los efectos en la actividad económica y en los precios dependen de diversos factores, incluidas las medidas concretas adoptadas, el grado de utilización de la capacidad productiva, el nivel de competencia y las expectativas en torno a la sostenibilidad presupuestaria.

No obstante, los intentos de los gobiernos de utilizar los efectos de las medidas fiscales en la demanda para reducir la volatilidad del producto habían arrojado resultados decepcionantes. Con frecuencia, los retardos que se producen

entre el momento en que se identifica la necesidad de adoptar medidas y su implantación efectiva son prolongados, haciendo que medidas que tratan de impulsar la actividad económica comiencen a ser efectivas cuando la recuperación económica ya está en marcha y viceversa. Así, la gestión discrecional de la demanda puede ser una fuente de desestabilización en lugar de moderar las fluctuaciones económicas. A su vez, ciclos económicos más pronunciados debido a políticas fiscales procíclicas pueden causar mayores fluctuaciones de los precios. Además, con frecuencia, la ejecución de la política fiscal durante el ciclo económico se torna asimétrica. Una política que causa un aumento del déficit en una época de recesión mediante la introducción de medidas de estímulo de la economía suele adoptarse con facilidad, pero los cambios de sentido de esta política en periodos de crecimiento económico superior a la media resultan más difíciles de implantar. Por consiguiente, los ratios de déficit y de deuda públicos se encuentran, en general, a un nivel más elevado después de un ciclo económico completo, reduciendo la sostenibilidad de las finanzas públicas. De este modo, aunque los beneficios para la estabilidad macroeconómica a corto plazo pueden ser limitados, es posible que el ajuste tenga consecuencias adversas a largo plazo.

El reconocimiento del impacto expansivo no keynesiano de las medidas de ajuste presupuestario hace que se planteen dudas sobre la utilidad de una gestión anticíclica de la demanda (véase recuadro 1). Ya hace mucho que se tiene constancia de que los multiplicadores fiscales —la medición de los efectos en el PIB real de una variación de un punto porcentual en una partida presupuestaria pública— cambian en función de las circunstancias. La literatura sobre los efectos no keynesianos subraya aún más la dificultad de predecir la influencia de la política fiscal en la demanda.

LOS EFECTOS NO KEYNESIANOS DE LOS SANEAMIENTOS PRESUPUESTARIOS DE ENVERGADURA

En ocasiones, los preceptos del modelo keynesiano tradicional no concuerdan con la experiencia histórica de las últimas décadas. El debate al respecto se inició cuando los procesos de ajuste presupuestario, como los acometidos en Dinamarca (1983-1986) e Irlanda (1987-1989), indicaron que las políticas restrictivas pueden provocar efectos expansivos en la actividad económica que superan los posibles efectos recesivos causados por la reducción del gasto público o por un aumento de los impuestos¹.

Efectos expansivos del saneamiento presupuestario

La literatura académica ha destacado algunas vías a través de las cuales los procesos de saneamiento presupuestario pueden producir efectos menos perjudiciales, o incluso favorables, en la actividad económica.

En lo que respecta a la demanda, las políticas de ajuste presupuestario pueden reducir las primas de riesgo de los tipos de interés, sobre todo en países con ratios de deuda elevadas, aumentando la confianza en la solvencia de la Administración. En consecuencia, una bajada de los tipos de interés estimularía directamente la demanda agregada a través de la inversión. También puede que se produzcan efectos expansivos en el consumo privado a través de los denominados efectos ricardianos. Un saneamiento presupuestario de envergadura podría apuntar a una reducción futura de la presión fiscal, que ocasionaría un incremento de la renta que los agentes económicos esperan recibir a lo largo de su vida. Por consiguiente, cuando los gobiernos se comprometen a aplicar disciplina presupuestaria de forma creíble, es posible que los agentes económicos esperen obtener mayor riqueza durante su ciclo vital, lo que también puede impulsar la demanda en el corto plazo.

También existe la posibilidad de que se produzcan efectos expansivos en la oferta cuando las restricciones presupuestarias contribuyen a aumentar la competitividad de la economía. En particular, si un proceso de saneamiento presupuestario puede tener un efecto moderador en las exigencias salariales, los costes laborales unitarios relativos podrían reducirse, con efectos positivos en el medio plazo en el crecimiento del PIB a través de un aumento de los beneficios y de las exportaciones. Una reducción de las prestaciones sociales también podría causar efectos expansivos en la oferta gracias a los mayores incentivos para trabajar.

Principales resultados empíricos

Un amplio cuerpo de literatura ha analizado las experiencias en materia de saneamiento presupuestario puestas en práctica en países de la OCDE en las tres últimas décadas, con el fin de determinar la magnitud y el signo de los multiplicadores fiscales. En general, el enfoque adoptado se centra en episodios específicos de saneamiento presupuestario en diversos países, con el fin de identificar los canales de transmisión de un proceso de restricción presupuestaria potencialmente expansivo. Este enfoque plantea una serie de limitaciones, por ejemplo, cierta arbitrariedad a la hora de definir lo que es un «episodio de saneamiento presupuestario» y el hecho de no tener en cuenta los efectos de factores no presupuestarios, como las devaluaciones y las políticas monetarias acomodaticias.

¹ Véase «Can Severe Contractions be Expansionary?: Tales of Two Small European Countries», F. Giavazzi and M. Pagano (1990), NBER Macroeconomic Annual, 5, pp. 75-111.

Varios estudios aportan evidencia que indica que es posible que un proceso de saneamiento presupuestario tenga efectos no keynesianos². Aspectos cruciales de un ajuste presupuestario a la hora de establecer sus posibles efectos expansivos en la actividad económica son su magnitud, persistencia, composición, ritmo de aplicación y el estado inicial de las finanzas públicas. No obstante, las conclusiones difieren en cuanto a la importancia relativa de los diversos aspectos de un ajuste presupuestario. Existe un amplio consenso respecto de que un ajuste basado en el gasto tiende a favorecer más el crecimiento y a ser más duradero que un ajuste basado en los impuestos sin contención del gasto. Desequilibrios presupuestarios iniciales elevados y saneamientos de proporciones considerables pueden contribuir a los efectos expansivos de una política de restricción presupuestaria.

2 En la publicación «Can Fiscal Consolidation in EMU be Expansionary?», Report on Public Finances in EMU, Bruselas, Comisión Europea (2003), figura una descripción de esta literatura.

El libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos es el segundo canal a través del cual la política fiscal puede contribuir a la estabilidad macroeconómica a corto plazo. En una fase de recesión, los déficits aumentan automáticamente como consecuencia de la reducción de los ingresos impositivos y de la elevación del gasto en prestaciones por desempleo. Los estabilizadores automáticos ayudan a moderar las fluctuaciones cíclicas de la demanda, y de ese modo contribuyen a reducir la volatilidad de los precios.

En comparación con una política discrecional que aspira a lograr la estabilización económica, una de las principales ventajas del uso de estos estabilizadores es que la flexibilidad de los ingresos y del gasto públicos está incorporada a la estructura fiscal. Así, los estabilizadores automáticos funcionan puntualmente en el sentido de que no es necesario tomar ninguna decisión que pueda aplazar la aplicación de medidas y los correspondientes efectos estabilizadores. Por el mismo motivo, resultan más previsibles que el ajuste discrecional, ya que facilitan a los agentes la formación de expectativas. Además, las propiedades estabilizadoras del presupuesto funcionan de manera simétrica a lo largo del ciclo. De igual modo, las variaciones de los estabilizadores automáticos son proporcionadas, ya que cuanto mayores sean las fluctuaciones económicas, mayores serán las modificaciones inducidas del presupuesto. Por último, la utilización de los estabilizadores automáticos reduce la necesidad de introducir cambios frecuentes en los tipos impositivos y, de esa forma, puede

aumentar la predictibilidad del sistema impositivo y, con ello, el crecimiento económico a largo plazo¹. Los estudios que se ocupan de países europeos indican que, en promedio, los estabilizadores automáticos reducen las fluctuaciones de producto en la zona del euro del 25% al 35%, aproximadamente². Por lo tanto, la estabilización automática tiene muchas ventajas con respecto al ajuste discrecional.

Por último, algunas de las medidas aplicadas por los gobiernos tienen un impacto directo en la evolución de los precios en el corto plazo. Estas medidas no influyen mediante variaciones de la demanda agregada, aunque pueden afectar a la trayectoria macroeconómica real a través de efectos indirectos. Las modificaciones de los impuestos indirectos, como los impuestos sobre el valor añadido, sobre el tabaco o sobre la energía, se trasladan con rapidez a los precios. La magnitud y la secuencia temporal de este efecto en los precios dependen de una posible traslación de la carga y de los efectos indirectos. Por ejemplo, puede que una elevación de los tipos del impuesto sobre el valor añadido no influya en el nivel de los precios en toda su magnitud en un entorno económico débil en el que puede que no se traslade totalmente a los consumidores. Podrían producirse efectos adversos indirectos en

1 En el artículo titulado «Funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de abril del 2002, figura más información sobre los estabilizadores automáticos.

2 Véase, por ejemplo, P. van den Noord (2000), «The Size and Role of Automatic Stabilisers in the 1990s and Beyond», OECD Economics Department Working Paper, n.º 230.

la inflación si las variaciones de los precios no se perciben como causantes de un efecto aislado en el nivel de los precios, sino que aumentan las expectativas de inflación y crean presiones al alza sobre los salarios y los precios. Los gobiernos también fijan los precios administrados, sobre todo en los servicios de carácter público³.

Aunque las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados constituyen canales importantes que hacen que las políticas fiscales influyan directamente en los precios, otras medidas de carácter fiscal también pueden tener un impacto en los precios y en su formación. Por ejemplo, la liberalización de los precios en sectores anteriormente controlados por el gobierno, como la energía, el agua y las telecomunicaciones, a menudo ha provocado variaciones de los precios a la baja, debido a la introducción de la competencia. Otros ejemplos incluyen los incrementos salariales en el sector público, que pueden influir indirectamente en los precios debido a su impacto en las negociaciones salariales en el sector privado, así como cambios en los impuestos directos o en las cotizaciones sociales que se trasladan a los costes laborales unitarios y a los precios.

3 LA INFLUENCIA DE LA POLÍTICA FISCAL A LARGO PLAZO

Los principales efectos a más largo plazo de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica se producen a través de su impacto en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en el crecimiento económico potencial.

La sostenibilidad presupuestaria denota la capacidad de un gobierno de cumplir sus obligaciones de pago pendientes. Una medida que suele aplicarse para determinar la sostenibilidad es la ratio de deuda pública (incluyendo, posiblemente, los pasivos contingentes) en relación con el PIB. Una medida alternativa que se aplica en ocasiones es la ratio del coste de servicio de la deuda en relación con los ingresos totales. Cuanto más elevadas sean esas ratios y menos favorable la dinámica esperada para el futuro, más significativa será la inquietud sobre la sostenibilidad presupuestaria.

La sostenibilidad presupuestaria tiene un efecto positivo en la estabilidad macroeconómica prevista, ya que los agentes económicos no esperarán que el gobierno suba los impuestos o incumpla sus obligaciones. Un entorno macroeconómico estable proporciona un marco apropiado para aumentar la confianza y facilitar la adopción de decisiones a largo plazo por los agentes económicos del sector privado, lo que es de aplicación, en particular, a las decisiones de inversión de este sector.

Las preocupaciones sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales actuales pueden verse reflejadas en el nivel general de los tipos de interés de la economía. Aunque las políticas fiscales aplicadas en la actualidad pueden influir en los tipos de interés a través de un aumento de la demanda de financiación, el déficit y la deuda previstos pueden provocar un efecto adicional, ya que pueden causar una elevación del crédito, de la inflación y de las primas de riesgo cambiario que, a su vez, empeorarán las condiciones de financiación de la deuda pública y, con ello, la evolución del déficit y de la deuda. En casos extremos, la falta de disciplina presupuestaria podría provocar inestabilidad financiera y causar inquietud sobre la solvencia de un gobierno, con efectos potencialmente más devastadores en la estabilidad macroeconómica.

Unas finanzas públicas insostenibles pueden reducir el alcance y la intensidad de los efectos estabilizadores de la política fiscal en el corto plazo. Una deuda y un déficit públicos elevados reducen el margen de maniobra de un gobierno en el ámbito fiscal a la hora de adoptar medidas cuando son necesarias, como cuando se produce una recesión económica profunda. Además, los agentes del sector privado tienen en cuenta la evolución a más largo plazo en el momento de tomar sus decisiones. La preocupación sobre la insostenibilidad de las finanzas públicas puede llevar a los consumidores a compensar las subidas previstas de impuestos a través del ahorro. En consecuencia, es posible que las medidas de estímulo fiscal hagan que la deman-

3 El recuadro titulado «El impacto de la evolución de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación», que figura en el Boletín Mensual del BCE de enero del 2004, facilita información de carácter cuantitativo sobre la importancia de estos factores para la inflación de la zona del euro en los últimos años.

da agregada total se incrementa menos de lo esperado, e incluso podrían verse totalmente compensadas por el ahorro privado adicional. En cambio, un aumento de la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas puede quedar reflejado en una mayor confianza en las perspectivas económicas y estimular la economía a través de la elevación del consumo y la inversión privados.

En cuanto al segundo canal a través del cual la política fiscal puede influir en el entorno macroeconómico a más largo plazo, las medidas de carácter fiscal pueden incrementar la tasa de crecimiento económico tendencial compatible con la estabilidad de precios. La mejora de la calidad de las finanzas públicas puede propiciar un mayor crecimiento económico. Los tipos impositivos y la estructura tributaria influyen en los incentivos para trabajar, ahorrar, invertir e innovar. Unos tipos impositivos más reducidos pueden elevar la rentabilidad después de impuestos de estas actividades económicas, aportando incentivos a los agentes económicos para ampliar la oferta de tales actividades. El gasto público en capital físico y humano puede mejorar la calidad de los factores de producción⁴.

Las reformas estructurales de las finanzas públicas no sólo pueden elevar la tasa de crecimiento potencial de la economía, sino que también pueden contribuir a reducir las fluctuaciones a corto plazo. Este es especialmente el caso de las reformas que intensifican la competencia en los mercados de producto y de trabajo y reducen las distorsiones, potencialmente perjudiciales, causadas por las diversas formas de intervención del gobierno (impuestos, subvenciones, transferencias de capital, préstamos, avales, contrataciones públicas, etc.). Por consiguiente, reducen las rigideces nominales y reales, lo que facilita la absorción de las perturbaciones económicas. En consecuencia, es posible que disminuyan la amplitud y la persistencia de las fluctuaciones económicas. Un ajuste más rápido e intenso de los mercados de producto y de trabajo también puede contribuir a reducir la volatilidad de la inflación y su persistencia.

El crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad presupuestaria están estrechamente interrelacio-

nadas, y pueden reforzarse mutuamente. Unas finanzas públicas sostenibles crean un entorno macroeconómico en el que se reduce la incertidumbre sobre la evolución macroeconómica a largo plazo y aumenta la confianza. Esto puede tener efectos positivos en los tipos de interés y en las condiciones de financiación lo que, a su vez, contribuye a que se tomen decisiones a más largo plazo y elevan el potencial de crecimiento de la economía. Al mismo tiempo, una tasa de crecimiento económico más elevada incrementa la base de financiación de las actividades de las Administraciones Públicas, disminuyendo con ello la preocupación sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Las consideraciones en torno a la estabilización a corto plazo y la sostenibilidad también están estrechamente relacionadas, y proporcionan cierta orientación para el diseño de una reforma fiscal. Las medidas discrecionales que pretenden aumentar la sostenibilidad presupuestaria y la estabilidad macroeconómica a más largo plazo, ya sea a través de medidas de ajuste presupuestario o de reformas para mejorar la eficiencia económica, requieren una financiación adecuada con el fin de maximizar su efecto. Es más probable que la contención del gasto favorezca más el crecimiento y una mejora persistente de la situación presupuestaria que las subidas de impuestos, tal y como se menciona en el recuadro 1. Las medidas basadas en el gasto fomentan la confianza en la solidez de las finanzas públicas y en unas condiciones económicas y de financiación futuras favorables lo que, a su vez, también influye positivamente en la demanda a corto plazo. También es importante la adopción de medidas fiscales que tratan de impulsar el crecimiento. La financiación de medidas que supongan una reducción de impuestos a través de una disminución del gasto no productivo es la estrategia de saneamiento presupuestario que mayores probabilidades tiene de producir efectos macroeconómicos favorables en el medio plazo. Esta estrategia puede mejorar la calidad de las finanzas públicas al tiempo que evita incrementos

4 En el artículo titulado «Política fiscal y crecimiento económico», publicado en el Boletín Mensual del BCE de agosto del 2001, figura un amplio debate sobre el papel de la política fiscal en el fomento del crecimiento.

de los impuestos distorsionantes. Es probable que los intentos de fomentar la sostenibilidad presupuestaria a través de subidas de impuestos perjudiquen el crecimiento potencial, dada la naturaleza distorsionante de los impuestos y su elevado nivel en la zona del euro. En consecuencia, la base de financiación de las operaciones de las Administraciones Públicas puede aumentar menos en caso de aplicarse un proceso de saneamiento presupuestario de carácter impositivo, y, de ese modo, no contribuiría tanto a reestablecer la sostenibilidad presupuestaria como sería posible a través de la contención del gasto.

4 EL PAPEL DE LA NORMAS FISCALES

Aunque la consecución de la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y permitir el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos son aspectos clave para alcanzar la estabilidad macroeconómica y de precios, el enfoque aplicado para lograr dichos objetivos también es relevante. Una vez presentadas las principales ventajas de una estrategia de política fiscal basada en normas, en esta sección se analiza la estrategia adoptada en el marco presupuestario de la UE.

De la restricción presupuestaria intertemporal de un gobierno puede deducirse que la sostenibilidad exige que toda la deuda quede cubierta por los superávit primarios futuros (esto es, excluido el gasto en concepto de intereses). Sin embargo, esta condición no es lo suficientemente específica como para afianzar las expectativas sobre el rumbo que, en el futuro, adoptará la política fiscal, ya que un gobierno puede prometer cubrir la cuantiosa deuda existente en ese momento con elevados superávit primarios en un futuro aún más lejano, lo que genera considerable incertidumbre entre los agentes económicos respecto de si se adoptarán las medidas prometidas cuando sea necesario.

La fijación de la política fiscal con arreglo a una norma (o a un conjunto de normas) aumenta la certidumbre de los agentes de que la política fiscal continuará por «buen» camino, y de ese modo facilita la planificación a largo plazo en el sector privado. Una política fiscal que se fija con arreglo a una

norma predeterminada proporciona a las autoridades fiscales un mandato claro, desalentando comportamientos con poca visión de futuro que podrían conducir a ganancias en el corto plazo, pero también a costes a más largo plazo. Dicha política proporciona una orientación a los gobiernos sobre cómo actuar ante cambios inevitables en el entorno económico y sobre la forma de hacer que las políticas en curso se mantengan acordes con el objetivo de la política fiscal a largo plazo. En consecuencia, las normas también proporcionan al público una base sobre la que sustentar las expectativas sobre el comportamiento de un gobierno. Si este comportamiento es coherente con la norma, fomentará la confianza en las políticas sólidas en el futuro y promoverá un clima económico de estabilidad y confianza. Así, las instituciones de política fiscal pueden desempeñar un destacado papel de apoyo a la orientación de las políticas presupuestarias en el medio plazo. Mediante la creación de normas se puede institucionalizar el enfoque en cuestiones de sostenibilidad presupuestaria.

Las ventajas de las políticas fiscales como las descritas son aún mayores en una unión monetaria como la UEM, con una política monetaria única centralizada y políticas fiscales descentralizadas, que en un país individual. En el contexto de una unión monetaria entre Estados soberanos se pueden exacerbar las distorsiones en los incentivos fiscales. El impacto de un aumento de la deuda de cualquier miembro en sus propias condiciones de financiación es mucho menor de lo que sería si no existiera una unión monetaria. De hecho, aunque es posible que tales efectos de contagio, de los elevados niveles de deuda a los tipos de interés de otros países, también se produzcan entre áreas monetarias independientes, son más directos en una unión monetaria, dada la existencia de una moneda única y el mayor grado de integración entre los mercados financieros nacionales. Esto plantea problemas de incentivos para las autoridades fiscales que no pueden resolverse totalmente a través de los mecanismos de mercado.

Aunque, potencialmente, una política fiscal basada en normas limita el activismo fiscal, ello no implica que ya no sea necesario implantar medidas discrecionales de política fiscal. Es posible

que estas medidas sigan siendo necesarias para alcanzar la sostenibilidad presupuestaria. La aplicación de esta política aporta un entorno previsible y estable para que los agentes económicos actúen de acuerdo con sus preferencias, dejando intacto el principio de suavización de las fluctuaciones de la renta en el corto plazo resultante del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Así, en lugar de un activismo fiscal que se centra en la evolución del momento, las medidas discrecionales deberían aspirar, principalmente, a mejorar la solidez de las finanzas públicas en el largo plazo. Como se ha mencionado anteriormente, para conseguir efectos intensos y duraderos, las medidas deben basarse en el gasto.

Las fuerzas de mercado no son, por sí mismas, lo suficientemente intensas como para asegurar la sostenibilidad presupuestaria. Un país con una política fiscal no sostenible tendrá que hacer frente a tipos de interés más elevados, lo que le animará a reestablecer unas finanzas públicas saneadas. Sin embargo, la incertidumbre entorno a la magnitud y el calendario de las subidas de los tipos de interés hace que se planteen serias dudas sobre la fortaleza de este mecanismo (véase recuadro 2). De este modo, no se puede considerar que las fuerzas de mercado sirvan para sustituir a un marco presupuestario basado en normas, pero sí podrían complementar y reforzar su funcionamiento.

Recuadro 2

POLÍTICA FISCAL Y DISCIPLINA DE MERCADO

Un aspecto fundamental del debate político en torno a la UEM ha sido si una unión monetaria exige un marco fiscal o si los mercados de capitales tienen suficiente poder disciplinario sobre los gobiernos como para facilitar el funcionamiento adecuado de una política monetaria única. En general se supone que los mercados de capitales asignan una prima por riesgo de crédito al rendimiento de la deuda pública que, a igualdad de otros factores, se incrementa a medida que aumenta de forma paralela a la deuda pública. Esta prima es el precio que exigen los inversores por posibles pérdidas resultantes del incumplimiento parcial o total de la obligación de pago, tanto de intereses como del principal. Llegado el caso, los mercados podrían incluso denegar el acceso a emisores para quienes el riesgo de crédito pase a ser demasiado elevado. El aumento de los costes de endeudamiento y la amenaza de perder el acceso a los mercados debería incentivar a los gobiernos para ejercer la prudencia fiscal.

El Tratado de Maastricht incluye diversos artículos que favorecen la aplicación de la disciplina de mercado. Estos artículos imponen restricciones claras a los gobiernos, limitando el acceso preferente a la financiación en los mercados de capitales. En particular, el Tratado impide la financiación directa de las entidades de crédito públicas por el SEBC (art. 101), prohíbe el acceso privilegiado a las entidades financieras (art. 102), y establece una cláusula de no corresponsabilidad financiera (art. 103). Esta última disposición estipula que ni la Comunidad en su conjunto ni los gobiernos de los Estados miembros asumirán o responderán de los compromisos de otros Estados miembros. En consecuencia, la financiación del sector público en los mercados de capitales está sujeta, en muchos aspectos, a las mismas limitaciones y a idéntico escrutinio que la financiación del sector privado.

Teniendo en cuenta estas disposiciones, se ha cuestionado si es necesario un marco presupuestario de la UE basado en normas fiscales para impedir un endeudamiento excesivo y, posiblemente, un incumplimiento de las obligaciones relacionadas con la deuda de algún país. Aunque existe evidencia empírica que apunta a que el rendimiento de la deuda pública tiende a reaccionar ante los cambios en

los déficit y el endeudamiento esperados en el futuro, esta reacción no necesariamente es suave ni previsible. Las primas de riesgo pueden mantenerse reducidas en tanto en cuanto el riesgo de crédito permanezca dentro de una banda determinada, y luego reajustarse bruscamente cuando se publica nueva información o cambia la opinión del mercado sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país. En tales circunstancias, un aumento repentino de los costes de endeudamiento puede incluso contribuir a que se desarrolle una crisis y a crear una profecía que se convierte en realidad. La ocurrencia de verdaderos incumplimientos por parte de algún país indica que los mercados no siempre han podido actuar como fuerza preventiva.

Es posible que los responsables políticos tengan preocupaciones internas más inmediatas que distorcionen su opinión sobre los costes de endeudamiento o sobre el riesgo de impago. También pueden desarrollar su labor en un entorno que crea puntos muertos e inercias, que dificultan un ajuste puntual a una inminente crisis de impago. En consecuencia, puede resultar necesario prever tal situación. El marco fiscal de la UE incluye un mecanismo de prevención. El cumplimiento de los compromisos con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento impediría la aparición de cualquier sesgo deficitario en el proceso de toma de decisiones presupuestarias, y convencería a los mercados de que la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo está garantizada.

La necesidad de disponer de un marco presupuestario adecuado en la Unión Económica y Monetaria queda reflejada en numerosas disposiciones del Tratado de Maastricht. Estas normas tienen por objeto asegurar que las políticas fiscales continúan siendo sólidas, tanto durante el ciclo económico como a largo plazo.

La disposición fiscal fundamental del Tratado es que los Estados miembros deben evitar los déficit excesivos. El cumplimiento de esta norma de disciplina presupuestaria se examina a partir de la ratio de déficit público en relación con el PIB, y de la ratio de deuda en relación con el PIB. La ratio de déficit no debe superar el valor de referencia del 3% del PIB, salvo en caso de que se espere que sea transitorio y se haya producido en circunstancias excepcionales. En cualquier caso, el déficit debe permanecer próximo al valor de referencia. La ratio de deuda pública en relación con el PIB no debe exceder el valor de referencia del 60% del PIB, excepto si dicha ratio disminuye lo suficiente y se acerca al valor de referencia a un ritmo satisfactorio. Aunque, en última instancia, la sostenibilidad está relacionada con la evolución de la ratio de deuda, un estrecho seguimiento y la fijación de límites a la ratio de déficit en relación con el PIB proporcionan una garantía adicional frente a políticas insostenibles. El análisis de ambas variables presupuestarias proporciona un contraste útil de

las tendencias fiscales, ya que están estrechamente relacionadas pero no siempre aportan la misma información. Las privatizaciones, por ejemplo, no se incluyen en el déficit registrado oficialmente con arreglo a las normas del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95), pero sí afectan a la deuda registrada oficialmente.

En el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los Estados miembros se han comprometido a alcanzar una situación presupuestaria próxima al equilibrio o de superávit en el medio plazo⁵. El hecho de que este objetivo sea a medio plazo permite que se produzcan fluctuaciones a corto plazo en torno a ese nivel (debido a la acción de los estabilizadores fiscales automáticos) sin incurrir en el riesgo de incumplir el valor de referencia del 3% del PIB, y también tiene en cuenta la posibilidad de que se produzca una evolución adversa imprevista que constituya una fuente de variabilidad y de incertidumbre en los presupuestos. En caso de que un país no haya alcanzado aún una situación presupuestaria próxima al equilibrio a medio plazo, todavía se puede permitir que los estabilizadores automáticos actúen, siempre que la vía de saneamiento a medio plazo sea adecuada y el libre funcionamiento de los estabilizadores no produzca déficit superiores al 3% del PIB.

⁵ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se describe con mayor detalle en el artículo titulado «La aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento» del Boletín Mensual del BCE de mayo de 1999.

La orientación a medio plazo del marco fiscal de la UE también está presente en los programas de estabilidad que los países de la zona del euro deben preparar anualmente. En estos programas, los planes presupuestarios deben especificarse en un horizonte temporal de tres años, como mínimo. Además, en las actualizaciones anuales de estos programas, los Estados miembros han de facilitar información en forma de resumen sobre el impacto de la evolución demográfica en las finanzas públicas para un período más prolongado, debiendo incluir información más detallada cada tres años, como mínimo. Aunque es inevitable que este ejercicio esté sujeto a considerable incertidumbre, ayuda a centrarse en la necesidad de preservar la sostenibilidad presupuestaria a más largo plazo.

5 POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICAS FISCALES

Una política monetaria que se centra en la estabilidad de precios ha de tomar sistemáticamente en consideración todos los canales a través de los que la política fiscal puede influir en la inflación y en el crecimiento económico. En el marco de su estrategia de política monetaria, el BCE basa sus decisiones al respecto en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios, que incluye un análisis económico y un análisis monetario⁶.

Obviamente, las medidas de política monetaria siempre están supeditadas a la situación económica imperante y a la naturaleza y magnitud de las perturbaciones que se espera que afecten a la estabilidad de precios. De ese modo, las declaraciones sobre la respuesta de la política monetaria a tales perturbaciones deben estar siempre sujetas a la matización de «si el resto de los factores se mantiene constante», y nunca puede haber un patrón de respuesta individual de la política monetaria a cualquier evolución aislada. No obstante, el mandato y la estrategia del BCE proporcionan un

marco claro en el que formular y poner en práctica las decisiones de política monetaria.

En el contexto de su estrategia de política monetaria, el BCE realiza una evaluación del impacto de las políticas fiscales en los tipos de interés reales, en las primas de riesgo, en las condiciones de la demanda agregada, en el crecimiento a largo plazo, en la evolución monetaria y, en última instancia, en los riesgos para la estabilidad de precios. La orientación fiscal se toma en consideración en la evaluación del BCE y en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. El BCE también valora las presiones directas que la política fiscal ejerce sobre la evolución de los precios, a través, por ejemplo, de los impuestos indirectos y de los precios administrados. La política monetaria no puede controlar la trayectoria a corto plazo de estos precios, pero debe efectuar un atento seguimiento del riesgo de que provoquen efectos indirectos en los salarios y en las expectativas de inflación, haciendo que el impacto sobre esta última sea más intrínseco. Si el resto de los factores se mantiene constante, las presiones esperadas sobre la inflación procedentes de estas fuentes pueden hacer que sea necesario elevar temporalmente los tipos de interés oficiales a corto plazo con el fin de preservar la estabilidad de precios en el medio plazo.

Las tendencias básicas a largo plazo de las situaciones presupuestarias son esenciales para el entorno en el que opera un banco central. Unas finanzas públicas insostenibles pueden generar presiones sobre el banco central para que atenúe la carga que representa la deuda pública. Dado que esto crearía incertidumbre entre la opinión pública, podría dificultar la ejecución de la política monetaria. En el recuadro 3 se describe un canal específico a través del cual los déficit presupuestarios pueden influir en dicha ejecución, concretamente a través de sus efectos en el crecimiento monetario.

6 Véase el artículo titulado «Resultados de la evaluación del BCE de su estrategia de política monetaria», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2003.

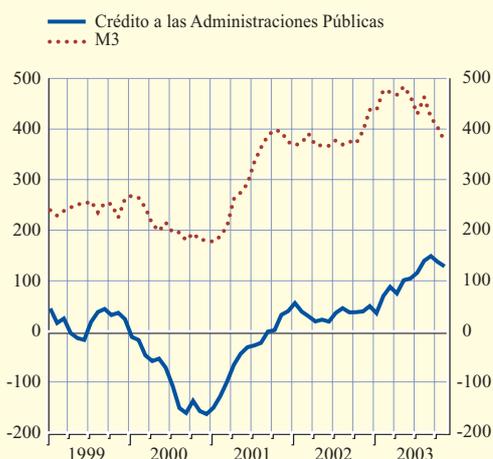
Recuadro 3

LA RELACIÓN ENTRE EL CRÉDITO CONCEDIDO POR LAS IFM A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO

En su estrategia de política monetaria, el BCE asigna un destacado papel al dinero. En consecuencia, el BCE analiza detenidamente la evolución de los agregados monetarios y de crédito, con el fin de obtener información que sea de relevancia para la instrumentación de una política monetaria tendiente a lograr el objetivo de la estabilidad de precios. En este análisis se dedica especial atención a la evolución del agregado monetario amplio M3. A medio plazo, el crecimiento de M3 ha demostrado tener una relación estable con la inflación de los precios, sin perjuicio de la evolución de otras variables macroeconómicas como el producto y los tipos de interés.

Gráfico Crédito a las Administraciones Públicas

(flujos interanuales; mm de euros)



Desde el segundo semestre del 2001, M3 ha crecido a un ritmo intenso en la zona del euro. Esta evolución se debió, en gran medida, a las reestructuraciones de cartera, desde activos a más largo plazo y de mayor riesgo hacia activos monetarios, en un entorno de elevada incertidumbre de los mercados financieros y sobre las perspectivas económicas. En los últimos meses se ha registrado un descenso del crecimiento de M3, como consecuencia del cambio de signo gradual de los desplazamientos de cartera.

En lo que respecta al crédito a las Administraciones Públicas, parece haber una fuerte correlación manifiesta entre el crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) a las Administraciones Públicas y la trayectoria de M3. Si se parte de la base

de que la evolución monetaria está asociada a presiones inflacionistas en el medio plazo, esta relación indica que una elevación de los déficits fiscales, y el consiguiente aumento de la necesidad de financiación del sector público por parte de las IFM, podrían entrañar riesgos para la estabilidad de precios a través de su impacto en la evolución monetaria y en las condiciones de liquidez.

La relación entre el crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas y M3 puede quedar ilustrada en el contexto del balance consolidado de las IFM. Un incremento del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas (ya sea en forma de préstamos o mediante la adquisición de valores públicos) elevará el activo del balance de las IFM. Si el resto de los factores se mantiene constante, la identidad contable que subyace al balance implica que, o se reduce otra partida del activo, o también debe aumentarse el pasivo del balance de las IFM, a través, por ejemplo, de un incremento de M3 (que constituye el principal componente de los pasivos de las IFM). En la práctica, la mayor parte, aunque no la totalidad, de la elevación del crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas está asociada, directa o indirectamente, al correspondiente aumento de M3. Si las IFM adquieren valores públicos a hogares o empresas

residentes, el crédito a las Administraciones Públicas y M3 se incrementarían en la misma magnitud. En los casos en los que las IFM conceden préstamos a la Administración Central, el vínculo es más indirecto. En primer lugar, aumentarían los depósitos de la Administración Central que no están incluidos en M3. No obstante, en cuanto estos fondos se utilicen para pagar al sector privado (v.g., a través de los salarios o de transferencias), M3 resultará afectado. En cambio, si las IFM compran valores públicos a no residentes, M3 no se verá afectado en absoluto, y la elevación del crédito a las Administraciones Públicas se asociará a una disminución de los activos exteriores netos.

Naturalmente, también variarán otras contrapartidas de M3 en el balance de las IFM, de forma que otros factores pueden ocultar el vínculo entre el crédito al sector público y el crecimiento de M3. Por ejemplo, un incremento del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas puede ir acompañado de un descenso del crédito al sector privado, con lo que no M3 no variará. Alternativamente, las IFM podrían financiar la adquisición de valores públicos mediante la emisión de bonos bancarios a largo plazo, lo que causaría un aumento general de los pasivos financieros a más largo plazo en lugar de un incremento de M3.

La consiguiente ausencia de un vínculo mecánico entre el crédito a las Administraciones Públicas y M3 también queda ilustrado en el gráfico. En el segundo semestre del 2000, el sector público reembolsó créditos concedidos por parte de las IFM mientras M3 se mantuvo relativamente estable. En los últimos meses, el crecimiento de M3 se ha moderado, a pesar de las mayores necesidades de financiación del sector público por las IFM. Así, a corto plazo, la correlación entre el crédito de las IFM a las Administraciones Públicas y M3 no siempre es estrecha.

Más allá de las identidades contables, es importante evaluar las relaciones de comportamiento que determinan la correlación entre el crédito concedido por las IFM a las Administraciones Públicas y M3. En determinadas circunstancias, el crédito de las IFM a las Administraciones Públicas y M3 pueden presentar movimientos paralelos, ya que ambos responden a un estímulo común. Un ejemplo fue la respuesta a la desaceleración de la actividad económica y al aumento de la incertidumbre económica y financiera en la segunda mitad del año 2001. Las necesidades de financiación del sector público por parte de las IFM se incrementaron a medida que aumentaban los déficit fiscales, pero la pronunciada elevación del crecimiento de M3 también tuvo su origen en las reestructuraciones de cartera en favor de activos monetarios más líquidos y seguros. En otras circunstancias, es posible que el crédito de las IFM al sector público sea el principal impulsor del crecimiento de M3. Por ejemplo, es probable que un déficit fiscal persistente y en aumento, financiado por un incremento tendencial de las necesidades de financiación del sector público por parte de las IFM, tenga un impacto en la dinámica de M3 en el medio plazo.

Tal y como ilustra este recuadro, la relación contable y de comportamiento entre la evolución monetaria y la financiación del sector público por parte de las IFM es compleja. La superación de estas complejidades con el fin de captar las señales que ofrece la evolución monetaria en torno a las perspectivas de la trayectoria de los precios a medio plazo es esencial para el análisis monetario que el BCE realiza periódicamente. Aunque la relación a más corto plazo puede resultar difícil de interpretar, es posible que la persistencia de una elevada financiación del sector público por las IFM aumente el crecimiento de M3, generando así un exceso de liquidez que, según la experiencia pasada, puede plantear riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo.

La política monetaria debe tomar en consideración los posibles efectos de la política fiscal. Por ejemplo, una política fiscal no disciplinada puede mermar la confianza y, con ello, reducir el producto potencial y el crecimiento a más largo plazo. Los efectos distorsionantes que los impuestos pueden tener en las decisiones relativas a la inversión en capital físico y humano, en el ahorro y el consumo, en la oferta y la demanda de empleo, y en el proceso de innovación tecnológica pueden repercutir negativamente en el producto potencial.

Lo anterior también es de aplicación en el caso contrario, esto es, las reformas presupuestarias que conducen a una reducción de impuestos en el momento y en el futuro en la zona del euro contribuyen a aumentar la oferta agregada y, de ese modo, el producto potencial. Con un nivel más elevado de crecimiento económico sostenible a largo plazo y una deuda pública menor, se facilitaría el objetivo de la política monetaria, mantener la estabilidad de precios, y el conjunto de la economía podría disfrutar de períodos prolongados de elevado crecimiento no inflacionista.

6 CONCLUSIONES

La manera más importante en que las políticas fiscales pueden mejorar el entorno en el que opera el BCE es apoyando la estabilidad macroeconómica. En el corto plazo hay mayor probabilidad de que sean los estabilizadores automáticos en lugar de las medidas presupuestarias discretionales los que produzcan un efecto estabilizador en el nivel total de actividad y en los precios. En el largo plazo, tanto la sostenibilidad presupuestaria como las medidas de reforma centradas en la oferta tienen el potencial de elevar la tasa de crecimiento no inflacionista de la economía y mejorar el entorno macroeconómico de la política monetaria.

Sin embargo, las opiniones sobre cómo alcanzar la estabilidad macroeconómica a corto y a largo plazo y sobre las políticas fiscales necesarias para ello han cambiado sensiblemente con el tiempo.

Hasta hace aproximadamente veinte años, cuando se adoptaban decisiones discrecionales sobre política fiscal, la atención solía centrarse en el ajuste, con miras a estabilizar las fluctuaciones económicas a corto plazo. No obstante, esto solía producir resultados poco satisfactorios, tanto desde una perspectiva macroeconómica como desde el punto de vista presupuestario. Por consiguiente, actualmente hay consenso respecto de que las medidas discretionales deben centrarse más en consideraciones a más largo plazo. La preservación de la sostenibilidad de las finanzas públicas desempeña un papel fundamental, al tiempo que la estabilización a corto plazo queda en manos de los estabilizadores automáticos.

Un marco orientado al medio plazo es adecuado para tener en cuenta consideraciones sobre estabilización y sostenibilidad. Las instituciones tributarias de la UE han incorporado, acertadamente, estas consideraciones en un marco basado en normas. Los valores de referencia del déficit y la deuda públicos son medios para fomentar un comportamiento fiscal responsable. Una situación presupuestaria próxima al equilibrio o de superávit en el medio plazo, según exige el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, contribuye a la estabilización económica a corto plazo a través del libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos, sin incumplir el valor de referencia del 3% del PIB en circunstancias normales. Al mismo tiempo, garantiza mejoras en la sostenibilidad de las finanzas públicas, ya que favorece la reducción de los ratios de deuda.

Desde la perspectiva de la política monetaria, también es adecuado centrar la atención en la estabilización a corto plazo y la sostenibilidad a más largo plazo del marco fiscal de la UE. El BCE evalúa el impacto a más corto plazo de las políticas fiscales, así como el que pueden tener las tendencias presupuestarias a más largo plazo en la economía y en los precios de la zona del euro, a partir del análisis económico, principalmente, pero también del análisis monetario. Una mayor estabilidad macroeconómica y una política fiscal saneada facilitan la preservación de la estabilidad de precios.

EVOLUCIÓN FUTURA DEL SISTEMA TARGET

En 1999, año en el que se produjo la introducción del euro y la puesta en marcha de la política monetaria única, también entró en funcionamiento TARGET (siglas en inglés de Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente con liquidación bruta en tiempo real. Este sistema de grandes pagos en euros ha contribuido a la rápida integración del mercado monetario de la zona del euro y ha venido respondiendo satisfactoriamente a las necesidades de la política monetaria del BCE.

En los últimos años, el entorno operativo de TARGET ha ido cambiando constantemente. Como consecuencia de los avances técnicos y del acelerado proceso de integración europea, los usuarios del sistema vienen solicitando servicios adicionales cada vez más armonizados. Además, TARGET deberá hacer frente al inminente proceso de ampliación de la UE.

En este contexto, en octubre del 2002 el Consejo de Gobierno del BCE decidió reformar el sistema TARGET. En el presente artículo se describe la etapa de transición desde el sistema actual a la nueva generación de TARGET, que se denominará TARGET2. En la primera sección, se ofrece una breve panorámica de los antecedentes del sistema actual y de los logros alcanzados hasta la fecha. En la segunda, se analizan los factores determinantes de los cambios que han de llevarse a cabo en TARGET. En la tercera, se señalan las piedras angulares del sistema TARGET2. Por último, en la cuarta, se examina el calendario previsto de ejecución del proyecto.

I TARGET, EL SISTEMA DE GRANDES PAGOS DEL EUROSISTEMA

La existencia de sistemas de grandes pagos eficientes y sólidos es de vital importancia para el buen funcionamiento de la economía. Un sistema de grandes pagos debe ser eficiente, para garantizar la distribución uniforme de la liquidez y un nivel homogéneo de tipos de interés a corto plazo en una zona monetaria, condición previa para la eficaz ejecución de las operaciones de política monetaria. Asimismo, ha de ser sólido, para atenuar el riesgo sistémico y contribuir a la estabilidad financiera. Si un sistema de transferencia de grandes pagos no es resistente, no sólo podría causar fallos en el sector financiero, sino que también podría permitir que estos fallos se extendieran de un participante en el mercado a otro.

En reconocimiento del importante papel desempeñado por los sistemas de pago, en general, y por los sistemas de transferencia de grandes pagos, en particular, el Eurosistema, de conformidad con el Tratado, tiene asignado el cometido de promover el buen funcionamiento de estos sistemas. El Eurosistema desempeña esta tarea a través de la gestión de sistemas de pago y la vigilancia de los

sistemas de pago y de liquidación de valores en euros. Estas dos funciones son conceptualmente distintas, pero ambas tienen por objeto potenciar la seguridad y la eficacia de las transferencias de pagos.

Por lo que se refiere al aspecto operativo de los sistemas de grandes pagos, el Eurosistema es responsable de la gestión de TARGET.

ANTECEDENTES Y CARACTERÍSTICAS DE TARGET

Antes de la introducción del euro y del inicio de la política monetaria única en 1999, los pagos entre los países de la UE se realizaban, principalmente, a través de acuerdos de corresponsalía. Mediante estos acuerdos, una entidad de crédito corresponsal mantiene depósitos de otros bancos, a los que proporciona servicios de pago y de otra índole. A la vista de las necesidades que presentaba la nueva zona monetaria, se consideró que estos acuerdos ya no eran adecuados y que había de establecerse un sistema de pagos eficiente y sólido para el conjunto de la zona del euro. En este contexto, el Eurosistema decidió crear TARGET, un sistema de grandes pagos en euros, cuyos principales objetivos eran contribuir a la unicidad del mercado monetario de la zona del euro con el fin de responder

a las necesidades de la política monetaria única, y mejorar la solidez y la eficiencia de las transferencias de pagos en la zona.

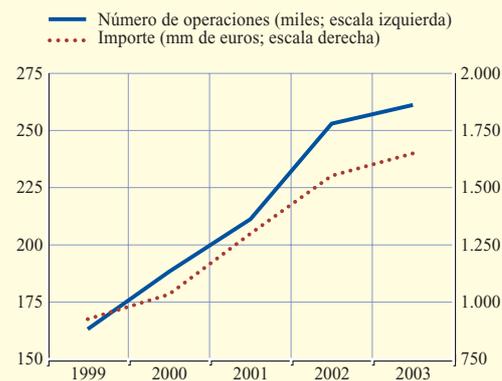
Habida cuenta del alcance del proyecto y del muy reducido tiempo para su desarrollo, el sistema TARGET fue diseñado basándose en las infraestructuras nacionales existentes. Así pues, TARGET se creó como un sistema descentralizado, integrado por quince sistemas de pago nacionales y el mecanismo de pagos del BCE (EPM), conectados entre sí. Sólo se armonizaron los elementos cuya uniformidad era necesaria para garantizar la unicidad de la política monetaria y la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito.

TARGET es un sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR), que proporciona firmeza intradía inmediata y liquidación en dinero del banco central. La seguridad y la continuidad de procesos han sido siempre características básicas del sistema. Cualquier transferencia en euros, sea pago interbancario o de clientes, puede realizarse a través de TARGET, y no existe límite superior o inferior en cuanto al importe de los pagos. Para satisfacer las necesidades del mercado financiero, en general, y de sus clientes, en particular, TARGET funciona diariamente desde las 7.00 h. hasta las 18.00 h. (hora central europea) y tiene días de cierre comunes. Asimismo, el sistema ofrece un amplio acceso a la liquidez. Las reservas mínimas están disponibles para la liquidación durante el día y el Euro-sistema facilita crédito intradía ilimitado sin intereses (pero con garantía) a sus entidades de contrapartida.

TARGET desempeña un papel fundamental en el sistema financiero, por ser el conducto obligatorio para las operaciones de política monetaria y también por el hecho de que todos los sistemas de liquidación neta de grandes pagos de la zona del euro efectúan la liquidación en dinero del banco central a través de TARGET. Además, el sistema se utiliza para realizar entregas contra pagos en los sistemas de liquidación de valores y pagos contra pagos en la liquidación de divisas.

Gráfico 1 Flujos de pagos en TARGET - número de operaciones e importe

(medias diarias)



Fuente: BCE.

LOGROS DE TARGET

TARGET ha contribuido al elevado grado de liquidez del mercado monetario de la zona del euro. Cuando el sistema comenzó a funcionar en 1999, los mercados monetarios nacionales quedaron satisfactoriamente integrados en un eficiente mercado único para la zona del euro, prácticamente de un día para otro.

Desde el primer momento, el mercado mostró su preferencia por este sistema de grandes pagos en euros. En el primer año de funcionamiento de TARGET, la media diaria de órdenes de pago procesadas por el sistema ascendió a más de 163.000, por un importe total de 925 mm de euros. Cuatro años más tarde, en el 2003, la media diaria de órdenes de pago procesadas había alcanzado los 261.000 pagos, por un importe de 1.650 mm de euros (véase gráfico 1), lo que representaba casi el 87% del importe total de grandes pagos en euros procesados por TARGET y el 58% del número de operaciones. Junto con el Fedwire Funds Service de Estados Unidos, TARGET es uno de los dos mayores sistemas de grandes pagos del mundo.

La preferencia por TARGET se atribuye también a las externalidades de red ofrecidas por el sistema. En la actualidad, más de 43.400 oficinas bancarias de todo el mundo, incluidas sucursales y filiales, son accesibles a través de TARGET, que cuenta con la participación de más de 3.300 entidades de crédito. La amplia cobertura de mercado de TARGET ha facilitado también la armonización de las prácticas de mercado en la Unión Europea (por ejemplo, en lo que respecta a los días de funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro y a las operaciones con divisas en las que interviene el euro). El Eurosistema considera muy importante mantener una relación estrecha con los usuarios de TARGET, con objeto de que las necesidades de éstos sean tenidas en cuenta y reciban una respuesta adecuada.

TARGET se viene utilizando ampliamente para transferencias de liquidez entre entidades de crédito. En especial, las entidades y los grupos bancarios que operan en varios países usan TARGET para la gestión centralizada de su tesorería. Ello ha elevado el importe medio de las transferencias interbancarias entre Estados miembros a través de TARGET, situándolo en 17 millones de euros en el 2003. Cabe observar que TARGET se utiliza también crecientemente para las transferencias entre Estados miembros de la clientela minorista. En el 2003, los pagos de clientes representaron el 48% del número total de operaciones entre Estados miembros, aunque sólo el 5% de su importe (frente al 23% y al 2%, respectivamente, en 1999). Al haber disminuido sustancialmente los acuerdos de corresponsalía dentro de la zona del euro desde la introducción del euro, se ha observado cierto desplazamiento del proceso de pequeños pagos hacia TARGET. Sin embargo, esta tendencia podría ser transitoria, ya que la comunidad bancaria está adoptando medidas para la creación de una zona única de pagos para el euro, incluido el desarrollo de infraestructuras paneuropeas para los pequeños pagos.

En teoría, en un SLBTR en el que las transferencias se liquidan individualmente a lo largo del día, las entidades de crédito tienen una tendencia intrínseca a esperar recibir los flujos de pagos antes

de efectuar sus propios pagos. Esta tendencia no sólo complica la gestión de tesorería de las entidades, sino que supone también el riesgo de que no puedan realizarse todos los pagos antes del cierre del sistema. Sin embargo, en TARGET, las entidades de crédito siguen las orientaciones sobre gestión de la liquidez publicadas por la Federación Bancaria Europea, que, entre otras, incluye la presentación de las órdenes de pago sin demora. Por otro lado, la oferta de crédito intradía ilimitado por parte del Eurosistema, con la garantía de activos de una amplia lista, ha contribuido a que los pagos se procesen rápidamente. Cerca del 50% de las operaciones entre Estados miembros se liquidan en las tres primeras horas de funcionamiento de TARGET, es decir, entre las 7.00 h. y las 10.00 h. (hora central europea).

La utilización y la aceptación de un sistema de pago depende, en gran medida, de su seguridad y de su fiabilidad. A este respecto, TARGET ha demostrado ser un sistema eficiente y sólido. Pese a la estructura descentralizada de TARGET, la disponibilidad del sistema alcanzó el 99,79% en el 2003. Las interrupciones temporales del servicio fueron resueltas con planes especiales de contingencia destinados a garantizar el proceso rápido y fluido de determinados pagos cuyo retraso hubiera podido originar un riesgo sistémico. Cerca del 96% de las órdenes de pago entre Estados miembros se procesaron en menos de cinco minutos. Debido a fallos excepcionales del servicio, el tiempo de proceso superó los treinta minutos en el 0,28% de los pagos transfronterizos realizados a través de TARGET.

2 NECESIDAD DE CAMBIOS EN TARGET

La experiencia adquirida en los últimos cinco años de funcionamiento de TARGET muestra que el sistema ha cumplido claramente sus objetivos, al contribuir a reducir el riesgo sistémico y a aumentar la estabilidad financiera, convirtiéndose en el sistema de proceso de grandes pagos en euros que goza de la preferencia del mercado. Sin embargo, los sistemas de pago han sufrido cambios, tanto en la tecnología como en las prácticas de mercado, por lo que se impone la actualización de TARGET.

Por ejemplo, los usuarios de los sistemas de pago solicitan servicios cada vez más perfeccionados, en particular en materia de gestión de la liquidez. Ello ha determinado una orientación hacia sistemas híbridos, que son más eficientes en términos de liquidez, al combinar elementos de los sistemas de liquidación bruta y neta. Por otra parte, la implantación de *Continuous Linked Settlement*, un sistema relativamente nuevo de liquidación de operaciones con divisas, ha hecho que el factor tiempo sea un elemento cada vez más crítico para los pagos.

La necesidad de desarrollar una nueva generación de TARGET es resultado también del actual proceso de integración y consolidación del sistema financiero europeo. TARGET ha contribuido notablemente a la aceleración de este proceso. Como consecuencia de la creciente integración europea, las necesidades de los participantes en el mercado son cada vez más parecidas. La nueva generación de TARGET deberá responder a la fuerte demanda de servicios más armonizados a escala europea por parte de los usuarios de TARGET.

El proceso de ampliación de la UE otorga otra dimensión al proceso de integración financiera. Incluso hoy, la estructura descentralizada de TARGET, con una sola plataforma de proceso de pagos por país de la UE más la plataforma del BCE, genera problemas de costes (por ejemplo, cada modificación del *software* debe llevarse a cabo en dieciséis plataformas de dieciséis maneras distintas). Si se mantuviera la estructura descentralizada de TARGET, la incorporación de diez países adherentes podría dar lugar a un sistema extremadamente complejo, compuesto por un total de veintiséis plataformas. La lógica económica de una infraestructura tan fragmentada, así como su fiabilidad operativa general, son muy discutibles.

A la luz de estas consideraciones, puede concluirse que el sistema TARGET actual, con su infraestructura totalmente descentralizada y heterogénea, ya no se corresponde con las necesidades actuales. La futura generación de TARGET deberá orientarse hacia la consolidación técnica y la armonización de los servicios, de acuerdo con el principio de eficiencia en términos de coste.

3 TARGET2, LA NUEVA GENERACIÓN DE TARGET

El 24 de octubre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE definió su estrategia en relación con el desarrollo de TARGET2, la nueva generación de TARGET, que tendrá por objeto subsanar las deficiencias del sistema actual que podrían incapacitarlo para satisfacer las exigencias futuras. El objetivo prioritario del Eurosistema es garantizar que TARGET evolucione hacia un sistema que (i) responda mejor a las necesidades de los clientes proporcionando un nivel de servicio altamente armonizado, (ii) sea eficiente en términos de coste y (iii) esté preparado para una rápida adaptación a la evolución futura, incluida la ampliación de la UE y del Eurosistema.

CONSOLIDACIÓN DE LA INFRAESTRUCTURA TÉCNICA

Con TARGET2, dejará de ser necesario que cada banco central nacional mantenga su propia plataforma de proceso de pagos. Por lo que se refiere a la infraestructura técnica, todos los bancos centrales podrán compartir una plataforma única, a través de la cual facilitarán los servicios de SLBTR que ofrecen a sus entidades de crédito. Sin embargo, cada banco central seguirá siendo responsable de las relaciones con las entidades de crédito en su ámbito nacional, en lo que respecta a las cuentas de liquidación y a la concesión de crédito intradía.

Al compartir una infraestructura técnica, los bancos centrales podrán reducir, en beneficio de los usuarios de TARGET, los costes de transacción mediante economías de escala, que responden al principio de eficiencia en términos de coste acordado para TARGET2. La consolidación tendría efectos positivos sobre los costes en TARGET, dada la actual distribución desigual de los flujos de pagos a través de las plataformas de proceso de pagos existentes. Las cinco plataformas más importantes concentran cerca del 83% del número total de pagos procesados a través de TARGET, mientras que los cinco sistemas de menor tamaño procesan menos del 1,5% de las operaciones (véase cuadro).

El Deutsche Bundesbank, la Banque de France y la Banca d'Italia han puesto en marcha una inicia-

tiva conjunta para el desarrollo y la gestión de la plataforma compartida única del Eurosistema. El concepto general presentado por dichos bancos centrales está siendo examinado por el Eurosistema, pero todo apunta a que todos los bancos centrales, en principio, están interesados en integrar la plataforma compartida. Así pues, TARGET2 será, con toda probabilidad, un sistema de plataforma única.

ARMONIZACIÓN DEL SERVICIO

Una de las exigencias fundamentales que deberá satisfacer TARGET2 es la prestación de un nivel de servicio armonizado. Dada la creciente similitud de las necesidades de los usuarios en toda Europa, una condición previa para garantizar la igualdad de condiciones entre los usuarios de TARGET es proporcionarles servicios idénticos, lo que contribuirá, además, a una utilización eficiente de la infraestructura de TARGET2.

Este nivel de servicio armonizado se basará en las opiniones del conjunto de usuarios de TARGET, expresadas en sus respuestas a una consulta pública (véase recuadro). En este contexto, se adoptarán las medidas oportunas para garantizar que las funciones y los servicios futuros de TARGET2 cumplan los Principios Básicos para los Sistemas

de Pago Sistémicamente Importantes, establecidos por el Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación del BPI. El Consejo de Gobierno del BCE ha incluido estos Principios Básicos en el conjunto de estándares destinados a evaluar la seguridad y la eficiencia de los sistemas de grandes pagos en euros. Por otra parte, el papel específico que ha desempeñado TARGET como vehículo de la política monetaria única y como impulsor del mercado monetario de la zona del euro se reflejará en el nivel de servicio de TARGET2.

TARGET2 será un sistema de liquidación de grandes pagos en euros en dinero del banco central. No obstante, como ocurre actualmente, el Eurosistema no establecerá límites mínimos *de iure* o *de facto* sobre ningún pago que los usuarios deseen procesar en tiempo real en dinero del banco central.

El diseño de servicios armonizados de TARGET2 se regirá por los principios de eficiencia y solidez. En particular, la nueva generación de TARGET proporcionará a los usuarios servicios que permitirán hacer un uso más eficiente de la liquidez, ofreciendo, por ejemplo, funciones mejoradas que faciliten a los usuarios la gestión de tesorería. Tras los trágicos sucesos del 11 de septiembre de

Cuadro Distribución de los flujos de pagos en TARGET (2003)¹⁾

	Importe ²⁾	Porcentaje	Número de operaciones	Porcentaje
ELLIPS (BE)	13.558,2	3,2	1.752.802	2,6
KRONOS (DK)	3.207,5	0,8	102.560	0,2
RTGSplus (DE)	128.543,7	30,6	32.792.174	49,2
HERMES euro (GR)	3.343,1	0,8	1.324.274	2,0
SLBE (ES)	70.208,3	16,7	3.345.946	5,0
TBF (FR)	96.326,9	22,9	3.863.830	5,8
IRIS (IE)	5.502,1	1,3	802.875	1,2
BI-REL (IT)	24.760,7	5,9	9.423.103	14,1
LIPS-Gross (LU)	4.754,7	1,1	383.323	0,6
TOP (NL)	21.365,4	5,1	4.716.842	7,1
ARTIS (AT)	5.177,3	1,2	2.380.100	3,6
SPGT (PT)	3.254,8	0,8	1.021.046	1,5
BOF-RTGS (FI)	3.645,4	0,9	268.746	0,4
Euro RIX (SE)	1.897,0	0,5	96.994	0,1
CHAPS Euro (UK)	31.180,4	7,4	4.292.282	6,4
EPM (BCE)	4.023,8	1,0	41.103	0,1
Total	420.749,3	100,0	66.608.000	100,0

Fuente: BCE.

1) A la hora de interpretar las cifras relativas al número de operaciones y al importe de los pagos que figuran en este cuadro, cabe tener en cuenta el hecho de que pueden verse afectadas por características específicas de los distintos sistemas de pago.

2) mm de euros.

CONSULTA PÚBLICA SOBRE LAS NECESIDADES DE LOS USUARIOS DE TARGET2

Mediante una consulta pública se invitó a todos los usuarios de TARGET a que enviaran sus comentarios sobre el enfoque elegido para TARGET2 y sobre su nivel de servicio. La consulta se inició en diciembre del 2002 y se recibieron 14 respuestas de distintas asociaciones bancarias y de mercados financieros de Europa. El 14 de julio de 2003 se publicaron todos los comentarios, así como un resumen de las respuestas, en la dirección del BCE en Internet¹.

Todos los comentarios recibidos reflejaban una acogida favorable de la iniciativa del Eurosistema de mejorar la funcionalidad y el comportamiento de TARGET. Al mismo tiempo, las respuestas señalaban que los beneficios que se derivasen de una plena armonización e integración, tales como una mayor eficiencia, sólo podían conseguirse mediante un sistema de plataforma única, e indicaban los servicios que debían incluirse en la lista de servicios de TARGET2. Los comentarios destacaban, de forma especial, la necesidad de proporcionar servicios que permitiesen una gestión eficaz de la liquidez, y de adoptar sólidas medidas de continuidad de procesos. Por otra parte, el sector bancario resaltaba la importancia de que los usuarios de TARGET participasen en mayor medida en el proyecto de TARGET2.

A lo largo del proyecto, el Eurosistema seguirá consultando a los usuarios de TARGET, para asegurarse de que el nivel de servicio del sistema cumple con las necesidades de la comunidad de usuarios.

¹ www.ecb.int/pub/cons/target2/pctarget2sum_en.pdf.

2001, la atención se centrará en un amplio espectro de aspectos relativos a la seguridad, para fortalecer las medidas de continuidad de procesos, tal y como requiere la elevada importancia sistémica de la infraestructura de TARGET. Asimismo, TARGET2 deberá ofrecer un alto nivel de rendimiento, especialmente en lo que respecta a la velocidad y a la capacidad de proceso de pagos. La neutralidad quedará asegurada mediante el amplio y libre acceso al sistema. Los usuarios de TARGET2 podrán acceder al sistema a través de una conexión uniforme.

Pese a la creciente necesidad de servicios comunes por parte de los usuarios de TARGET, las necesidades específicas de los distintos países podrán variar ligeramente. En este contexto, el uso de determinados servicios de TARGET2 podrá ser opcional. Para los servicios armonizados ofrecidos por TARGET2 existirá una estructura de precios única, basada en el principio de recuperación de costes.

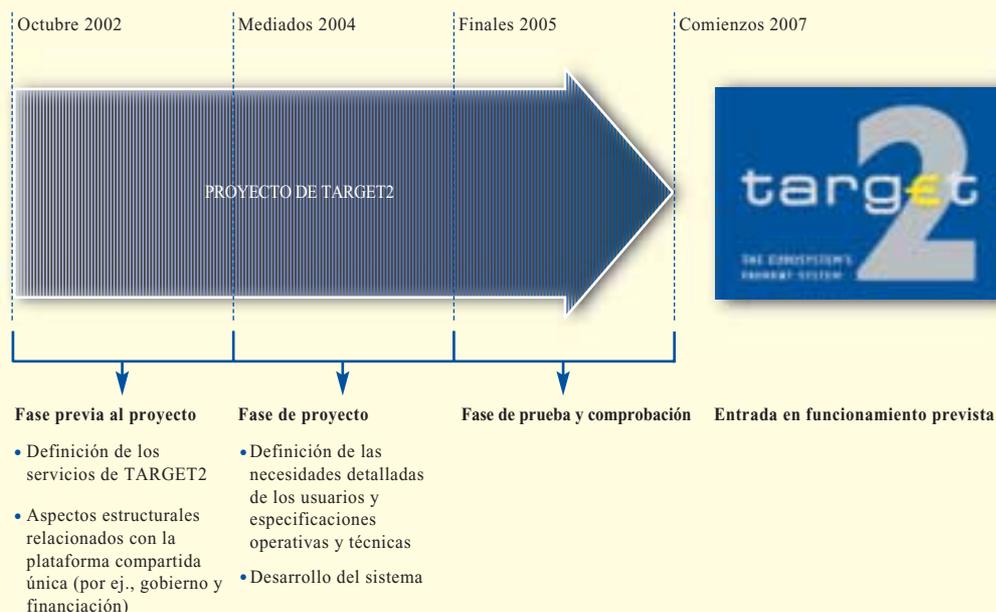
4 CALENDARIO PREVISTO PARA EL PROYECTO DE TARGET2

Los preparativos de la nueva generación de TARGET se dividen en tres fases: la fase previa al proyecto, la fase de proyecto y la fase de prueba y comprobación. El BCE desempeñará las funciones de coordinación que sean necesarias en el curso de las tres fases del proyecto de TARGET2.

La fase previa al proyecto, que comenzó inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno del BCE estableciera los principios estratégicos para TARGET2 en octubre del 2002, terminará en cuanto finalicen los trabajos para determinar el nivel de servicio armonizado y que éste haya sido refrendado por los usuarios de TARGET. Esta fase incluye también los trabajos sobre los aspectos estructurales de la plataforma compartida única, tales como las cuestiones presupuestarias y las relativas a la estructura de gobierno prevista por los bancos centrales que vayan a compartir la citada plataforma.

Gráfico 2

FASES DEL PROYECTO DE TARGET2 - CALENDARIO PREVISTO



La fase de proyecto comprenderá la elaboración de especificaciones detalladas y el desarrollo del nuevo sistema. En la tercera fase se realizarán las extensas pruebas y comprobaciones previas a la puesta en marcha. A lo largo de las distintas fases del proyecto se trabajará en una sólida metodología de costes, que servirá como base para establecer la estructura de precios de TARGET2 y garantizar la observancia del principio de recuperación de costes.

Dada la magnitud y la complejidad del proyecto, existe cierta incertidumbre en relación con el calendario de ejecución del mismo. Suponiendo que los bancos centrales se incorporen a la plataforma compartida única ofrecida por el Deutsche Bundesbank, la Banque de France y la Banca d'Italia, la fase previa al proyecto debería concluir a mediados del 2004, la fase de proyecto se prolongaría hasta finales del 2005 y la fase de prueba y comprobación ocuparía la totalidad del año 2006. De acuerdo con este ajustado calendario y tras reali-

zar nuevos estudios de viabilidad, TARGET2 debería entrar en funcionamiento a principios del 2007 (véase gráfico 2).

En este contexto, cabe señalar una serie de trabajos que están estrechamente relacionados con el proyecto de TARGET2 y que se centran en la posible conexión temporal de los países en vías de adhesión al sistema TARGET actual.

Diez países de Europa Central y Oriental y del Mediterráneo (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y República Checa) se incorporarán a la UE el 1 de mayo de 2004. Los bancos centrales de los países en vías de adhesión tendrán la posibilidad, no la obligación, de conectarse a TARGET desde la fecha en que se integren en la UE. La participación en TARGET sólo será obligatoria en el momento en que adopten el euro, ya que ésta es la condición previa para su participación en la política monetaria única.

5 CONCLUSIÓN

Desde que empezó a funcionar, coincidiendo con la introducción del euro, el sistema TARGET ha sido la columna vertebral de la infraestructura de los sistemas de pago en euros. Para que pudiera cumplir sus objetivos y responder, a la vez, a las expectativas de los usuarios, TARGET se ha ido perfeccionado de forma continua a lo largo de los cinco años transcurridos desde que comenzó a ser operativo. Sin embargo, la convergencia de las necesidades de los usuarios, como consecuencia de la integración financiera, y las exigencias futuras, como las derivadas de la ampliación de la UE, han mostrado la necesidad de realizar una profunda reforma del sistema TARGET.

La consolidación técnica y la armonización de los servicios son los objetivos prioritarios de TARGET, cuya nueva generación seguirá siendo un sólido sistema para el proceso de pagos en Europa en condiciones seguras y eficientes.

El desarrollo de TARGET2 es la materialización del firme compromiso del Eurosistema de contribuir a la estabilidad financiera y a la reducción del riesgo sistémico. Con objeto de satisfacer las necesidades futuras del mercado y de ofrecer un eficaz servicio de pagos a largo plazo, el Eurosistema seguirá recabando información de los usuarios de TARGET y solicitando su opinión.

LOS SOCIOS DEL PROCESO DE BARCELONA Y SU RELACIÓN CON LA ZONA DEL EURO

El 15 de enero de 2004, el Eurosistema celebró su primer seminario de alto nivel con los bancos centrales de los 12 países socios del «proceso de Barcelona». Este proceso pretende establecer un área de libre comercio entre la Unión Europea y una serie de países de la cuenca mediterránea antes del 2010¹. Este seminario de alto nivel entre los bancos centrales de las dos regiones inauguró un diálogo multilateral sobre asuntos de interés común, en paralelo con el Proceso de Barcelona, pero de índole distinta.

Los participantes en el seminario acordaron realizar un seguimiento de un conjunto de indicadores que midan los avances efectuados en el desarrollo de las relaciones entre la zona del euro y los socios del citado proceso. En este contexto, este artículo pasa revista a las economías de los países asociados y destaca las características macroeconómicas y estructurales relevantes para el desarrollo de las relaciones entre estos países y la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el Eurosistema ha establecido contactos bilaterales con varios bancos centrales de los países socios del proceso de Barcelona, que abarcan desde discusiones sobre políticas macroeconómicas a asistencia técnica sobre determinados temas de banca central. El seminario de alto nivel, que se celebró en Nápoles en enero del 2004 y que fue organizado conjuntamente por el BCE y la Banca d'Italia, incluyó estos contactos en un marco multilateral para debatir temas de interés común al Eurosistema y los bancos centrales de los países socios de Barcelona. La iniciativa del Eurosistema en favor de un diálogo multilateral tenía por objeto la creación de un foro permanente para bancos centrales de toda la cuenca mediterránea, con el fin de propiciar un mejor entendimiento en temas de interés común y de que los participantes aprendieran de las experiencias de los demás. Esta iniciativa contribuye a establecer un diálogo entre bancos centrales que discurre en paralelo al proceso de Barcelona, pero que constituye en sí mismo un proceso distinto.

El Eurosistema y los bancos centrales de los países socios de Barcelona examinarán periódicamente los vínculos económicos y financieros entre las dos regiones. Con este fin, los participantes en el seminario de Nápoles convinieron en realizar un seguimiento de la proximidad de las relaciones económicas entre la zona del euro y los países asociados, utilizando un conjunto de indicadores referidos a cuatro dimensio-

nes que incluyen los movimientos de personas, bienes, finanzas y servicios. En este contexto, en el presente artículo se examina el marco macroeconómico y las estructuras financieras de los países socios del proceso de Barcelona, así como las relaciones económicas y financieras con la zona del euro.

2 ENTORNO MACROECONÓMICO DE LOS PAÍSES SOCIOS DEL PROCESO DE BARCELONA

Los países socios del proceso de Barcelona son muy heterogéneos desde el punto de vista tanto demográfico como económico. En cuanto a la demografía, la región, que cuenta con casi 250 millones de habitantes, es casi tan grande como la zona del euro. No obstante, más de la mitad de la población vive en Egipto y en Turquía (véase cuadro 1). En el 2002, el conjunto del PIB del área ascendió a 610 mm de euros, es decir, el 8% del PIB de la zona del euro, aunque Egipto, Israel y Turquía aportaron por sí solos dos tercios. Por último, el PIB per cápita medio fue superior a los 4.800 euros, en términos de paridad del poder adquisitivo. Sin embargo, las

1 En 1995, la Conferencia de ministros de la UE y de los países de la cuenca mediterránea, celebrada en Barcelona, marcó el inicio de una nueva fase de la asociación euromediterránea, incluyendo la cooperación bilateral y multilateral, conocida posteriormente como el Proceso de Barcelona. Los socios del Proceso de Barcelona son Argelia, Chipre, Egipto, Israel, Jordania, Libano, Malta, Marruecos, Siria, Túnez, Turquía y Cisjordania y la franja de Gaza (representadas por la Autoridad Nacional Palestina). Libia participa en calidad de observador. El proceso de Barcelona volvió a cobrar impulso nuevamente en junio del 2003, cuando el Consejo Europeo, reunido en Tesalónica, aprobó la comunicación de la Comisión Europea sobre una Europa ampliada.

Cuadro I Indicadores económicos generales

	Población (millones)	PIB nominal (mm de euros)	PIB per cápita a PPA (euros)	Desempleo (en porcentaje)	Crecimiento medio interanual PIB real (1993-2002)	Crecimiento medio interanual población (1993-2002)	Inflación media interanual (1997-2002)
<i>Pro memoria</i>							
Zona del euro	307,8	7,447,9	22,331	8,4	2,0	0,3	1,8
Argelia	31,3	62,4	4,828	26,8	2,5	1,6	2,7
Chipre	0,8	11,3	17,491	3,2	3,8	1,0	2,6
Egipto	70,5	95,5	3,446	9,0	4,1	1,7	3,2
Israel	6,3	114,7	16,348	10,3	3,4	2,3	3,7
Jordania	5,3	10,4	3,515	14,3	3,6	3,3	1,6
Libano	3,6	19,3	7,305	-	3,0	2,0	1,1
Malta	0,4	4,3	14,295	5,2	3,4	0,6	2,4
Marruecos	30,1	40,3	3,665	12,8	3,0	1,5	1,8
Siria	17,4	24,7	3,156	-	3,9	2,3	-0,2
Túnez	9,7	23,5	5,996	14,9	4,0	1,2	2,7
Turquía	70,3	199,0	5,967	8,5	2,1	1,4	60,2
Cisjordania y franja de Gaza	3,5	79,5	439	26,0	-	-	1,8
Total	249,2	610,1	4,834	11,9	2,9	1,7	21,4

Fuentes: Eurostat, BCE y FMI.

Nota: Los datos corresponden al año 2002, salvo indicación en contrario. En el 2002 el crecimiento del PIB real y la inflación están ponderados por el PIB nominal.

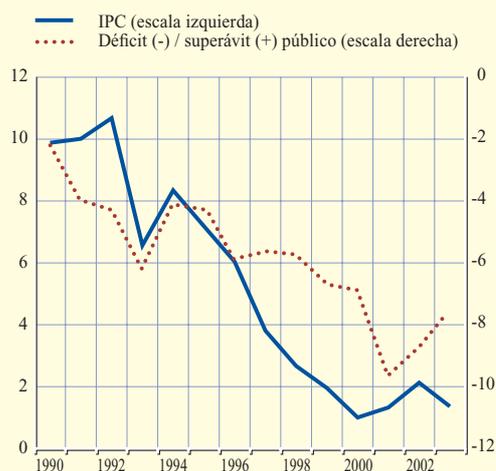
cifras variaban ampliamente, de los 440 euros per cápita en Cisjordania y la franja de Gaza a los casi 17.500 euros en Chipre, más del 75% del PIB per cápita de la zona del euro.

La mayor parte de los países socios del proceso de Barcelona se caracterizan por un entorno monetario estable: en los últimas dos décadas, las políticas monetarias orientadas a la estabilidad han contribuido a reducir la tasa de inflación en la mayoría de los países. Si se excluye Turquía, la inflación media ha descendido del 20% registrado a principios de la década de los ochenta a menos del 2% en el 2003 (véase gráfico 1). Por su parte, la inflación también ha disminuido sensiblemente en Turquía durante los últimos dos años.

Si bien estas cifras son alentadoras, la falta de disciplina presupuestaria en la región puede generar riesgos, ya que en la mayoría de los Estados se ha registrado un continuo, y a veces abultado, déficit público en la última década². En los años noventa, el déficit público agregado de estos países se ha deteriorado considerablemente al pasar de,

Gráfico I Evolución del IPC y del déficit público de los socios del proceso de Barcelona

(tasa de variación interanual; porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

Nota: La inflación media excluye a Turquía.

2 La excepción más notable es Argelia, aunque para ese país sólo se dispone de datos de la Administración Central.

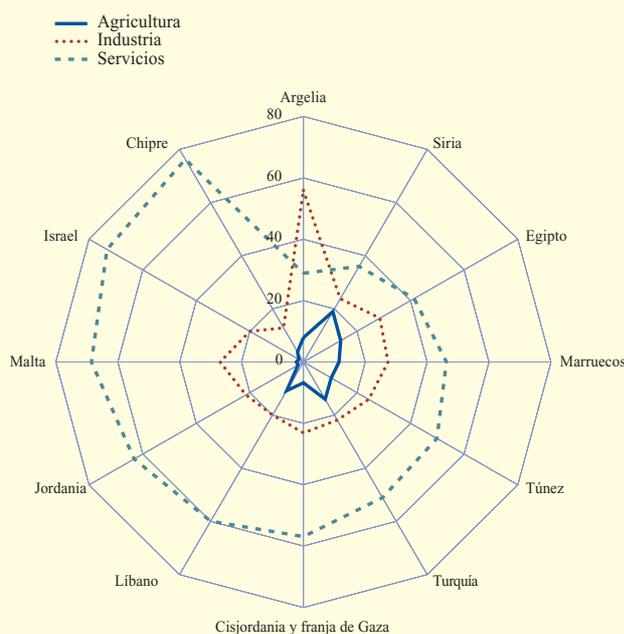
Recuadro

ESTRUCTURA ECONÓMICA DE LOS PAÍSES SOCIOS DEL PROCESO DE BARCELONA

La estructura económica de los países asociados presenta amplias diferencias, como se muestra en el gráfico siguiente. Los servicios son importantes en algunas economías, contribuyendo en más de la mitad del valor añadido total en todos los países, salvo en cuatro. La elevada participación de los servicios es atribuible principalmente al turismo, que constituye una notable fuente de ingresos para la región. También son fundamentales los servicios bancarios en los países adherentes, Chipre y Malta, así como en el Líbano. Por su parte, Argelia y Siria son exportadores netos de petróleo, al tiempo que Israel se presenta como productor de alta tecnología. La agricultura supone casi el 20% del valor añadido bruto en Siria.

Contribuciones sectoriales al valor añadido bruto

(en porcentaje)



Fuentes: Banco Mundial y Eurostat.
Nota: Los datos corresponden al año 2000.

aproximadamente, el 2% del PIB en 1990 a casi el 8% del PIB en el año 2003. En consecuencia, en el 2003 la deuda pública en relación con el PIB se situó en torno al 70% para la región en su conjunto.

La mayoría de los países padecen de un crecimiento insuficiente y de problemas estructurales. Si bien, en la última década, el crecimiento

del PIB real ha superado el crecimiento demográfico en la mayor parte de ellos, no ha sido suficiente para traducirse en creación de empleo. Este hecho es particularmente preocupante, debido a las elevadas tasas de desempleo y a la joven estructura de población de los países socios del proceso de Barcelona, lo que aumentará la presión en el mercado de trabajo en los próximos años.

Cuadro 2 Clasificación de los regímenes de tipo de cambio del FMI

País	Régimen de tipo de cambio	Referencia	Objetivo de la política monetaria	Controles de capital	
				Operaciones de cartera y de crédito	IDE y operaciones inmobiliarias
Argelia	Flotación controlada	–	Ningún objetivo explícito; seguimiento de varios indicadores	Sí	Sí
Chipre	Vinculado dentro de una banda horizontal	EUR	Tipo de cambio	Sí	Sí
Egipto	Vinculado dentro de una banda horizontal	USD	Tipo de cambio	Sólo valores de los mercados de capital y créditos comerciales	IDE y operaciones inmobiliarias
Israel	Banda deslizando	Cesta	Más de un objetivo: de tipo de cambio y de inflación	No	IDE
Jordania	Vinculado a una única moneda ¹⁾	DEG	Tipo de cambio	No	IDE y operaciones inmobiliarias
Líbano	Vinculado a una única moneda	USD	Tipo de cambio	Sí	Operaciones inmobiliarias
Malta	Vinculado a una cesta de divisas	Cesta	Tipo de cambio	Sí	Sí
Marruecos	Vinculado a una cesta de divisas	Cesta	Tipo de cambio	Sí	Sí, salvo liquidación de la IDE
Siria	Vinculado a una única moneda ²⁾	USD	Tipo de cambio	Sí	Sí
Túnez	Tipo de cambio deslizando	–	Agregado monetario	Sí	Sí, salvo liquidación de la IDE
Turquía	Flotación independiente	–	Inflación	Sí	Sí, salvo liquidación de la IDE

Fuente: FMI.

Nota: Los datos corresponden a diciembre del 2002.

1) La moneda está vinculada *de iure* al derecho especial de giro (DEG), pero *de facto* está vinculada al dólar estadounidense desde finales de 1995.

2) El régimen que se recoge en este cuadro es el que se mantiene en el principal mercado. Otros mercados utilizan regímenes cambiarios diferentes.

Los posibles instrumentos para incrementar el potencial de crecimiento de estos países de la cuenca mediterránea y preservar la estabilidad macroeconómica incluyen la integración de sus sistemas jurídicos, la mejora de los sistemas educativos y el fortalecimiento de las relaciones entre los países del área. Las autoridades de la región han reconocido el desafío que supone mejorar su potencial de crecimiento, y ya varios de los países socios se han embarcado en los últimos años en procesos de reformas estructurales. Estos procesos han incluido la liberalización del comercio internacional y de la inversión directa extranjera (IDE), la flexibilización de los tipos de cambio y reformas fiscales e institucionales.

Un área objeto de reforma institucional ha sido la política monetaria; así pues, varios países han adoptado medidas para modernizar el marco ope-

rativo y mejorar la eficiencia de sus mercados monetarios. Con este fin, se han liberalizado los tipos de interés, que habían estado regulados en numerosos países, hecho que se ha visto acompañado por una progresiva liberalización de la cuenta de capital.

En la mayoría de los países, la política monetaria ha continuado orientada hacia la estabilización del tipo de cambio frente al euro o al dólar estadounidense, o bien frente a una cesta de monedas (véase cuadro 2). La mayoría de los regímenes de tipo de cambio pueden clasificarse como intermedios, pues sólo la lira turca tiene una flotación independiente, y ningún país de la región ha establecido un régimen de tipo de cambio fijo. Para asegurar la coherencia entre las características de los regímenes de tipo de cambio y el patrón de los flujos comerciales y financieros, en ocasiones se

Cuadro 3 Indicadores del desarrollo financiero de los países del proceso de Barcelona

(en porcentaje)	Activos bancarios/PIB	Activos del sector público/activos totales	Capitalización bursátil/PIB ¹⁾
<i>Pro memoria</i>			
Zona del euro	235	20	68
Argelia ¹⁾	39	80	-
Chipre	228	15	67
Egipto	112	37	25
Israel	132	95	53
Jordania	201	18	72
Líbano	290	54	7
Malta	394	21	37
Marruecos	92	23	27
Siria	98	77	-
Túnez	72	8	12
Turquía	56	67	32
Cisjordania y franja de Gaza	143	18	19

Fuentes: FMI y Banco Mundial.

Nota: Los datos corresponden al año 2002, salvo indicación en contrario.

1) Los datos corresponden al año 2001.

han modificado los regímenes cambiarios. La armonización de los regímenes de tipo de cambio con las estructuras comerciales continúa representando un desafío significativo para aquellos países de la región en los que existen desajustes entre los pagos obtenidos por las importaciones y los ingresos de las exportaciones. En los últimos años, la región mediterránea ha contemplado algunas reformas dirigidas a flexibilizar el tipo de cambio, pues las autoridades han reducido progresivamente su intervención diaria en los mercados cambiarios.

3 LOS SECTORES BANCARIO Y FINANCIERO DE LOS PAÍSES SOCIOS DEL PROCESO DE BARCELONA

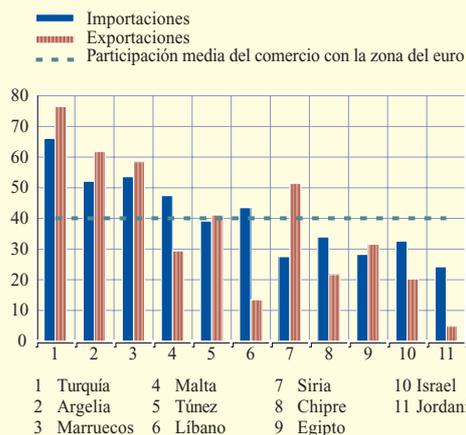
La estructura de los sistemas bancario y financiero varía ampliamente entre los países de la cuenca del Mediterráneo (véase cuadro 3). Los activos bancarios como porcentaje del PIB se sitúan en un nivel tan bajo como el 40% en Argelia, mientras que en el Líbano y en dos de los países adherentes a la UE, Chipre y Malta, se registran ratios comparables con la media de la zona del euro. Sin embargo, un análisis temporal de los datos pone de manifiesto que, en general, el papel de las entidades de crédito se está acrecentando. En la última década tanto el nivel de penetración bancaria en la economía, medida por los activos bancarios

en relación con el PIB, como el nivel de intermediación bancaria, medida por la ratio de crédito interno con respecto al PIB, han mostrado una tendencia al alza. Otros indicadores cuantitativos confirman un nivel de desarrollo financiero y un papel del sector bancario creciente en muchos países socios del proceso de Barcelona. Concretamente, la ratio de efectivo en circulación en relación con el PIB se ha reducido en la última década, lo que muestra un menor uso del efectivo para las transacciones, mientras que la ratio de depósitos bancarios en relación con el PIB ha aumentado, lo que puede reflejar una mayor confianza en el sector bancario.

Los sistemas financieros de todos los países socios del proceso de Barcelona parecen girar en torno a las entidades de crédito, ya que los activos de otros intermediarios financieros son reducidos en comparación con los mantenidos por estas entidades. Del mismo modo, los mercados de capitales están menos desarrollados que los sistemas bancarios (véase cuadro 3). El grado de desarrollo financiero, junto con la reforma estructural del sector bancario, es un posible camino de diversificación y parece necesario para que se produzca un crecimiento sostenido. El desarrollo de los mercados de capitales contribuiría también a mejorar el ámbito y la calidad de la información de cotizaciones y precios destinada a los servicios financieros.

Gráfico 2 Comercio de los países socios del proceso de Barcelona con la zona del euro

(en porcentaje del comercio total)



Fuente: Dirección de Estadísticas de Comercio del FMI.
Nota: Los datos corresponden al año 2002.

Los sectores bancarios tienden a estar relativamente concentrados, aunque los bancos de mayor tamaño son pequeños de acuerdo con los criterios europeos. En los países socios de Barcelona, sólo siete bancos tienen un balance de más de 20 mm de euros; en algunos casos con considerables actividades fuera de balance. Si bien la rentabilidad bancaria total es relativamente baja, difiere ampliamente de un país a otro. Igualmente, la importancia de los ingresos por tipos de interés y por comisiones para las entidades de crédito varía dependiendo de los países.

En muchos de estos países, la banca está todavía estrechamente relacionada con el sector público. De hecho, en cuatro de ellos, el sector público absorbe más de la mitad de los préstamos bancarios totales (véase cuadro 3). Este hecho puede dar lugar a un efecto de expulsión de la inversión privada. Si bien la titularidad pública de las entidades de crédito disminuyó en muchos países en la década de los noventa, la mayor parte de los bancos de mayor tamaño de la región siguen estando en manos públicas. Además, el sistema bancario de la mayor parte de los países norteafricanos forma parte, en gran medida, del sector

público, al igual que ocurre en todo el sistema bancario sirio.

Recientemente, las autoridades han abierto los mercados financieros al sector privado y a los operadores extranjeros. La penetración de los bancos extranjeros puede mejorar la eficiencia del sistema financiero nacional al transferir conocimientos, tecnología y capital. La creciente convicción de que es más conveniente para la banca que los mercados fijen los tipos de interés aplicados a los depósitos y a los créditos ha provocado la derogación de las regulaciones relativas a los tipos de interés en la mayoría de los países del área. Por el mismo motivo, las entidades de crédito han ampliado su gama de actividades e introducido nuevos instrumentos financieros.

Es preciso adoptar normas de supervisión adecuadas para evitar que los flujos internacionales de capitales se conviertan en una posible amenaza para la estabilidad financiera. En algunos países socios del proceso de Barcelona, la calidad de la supervisión ha mejorado hasta tal punto que el cumplimiento de las normas internacionales es total, o prácticamente total. No obstante, los estrechos vínculos entre el sector público y las entidades de crédito suscitan preocupación sobre posibles conflictos de intereses. Además, sería especialmente deseable que se registrasen nuevos avances en la cooperación con los foros internacionales. En este sentido, cabe mencionar que el Grupo de Trabajo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Dinero ha reconocido recientemente la cooperación de Egipto, Israel y Líbano, por lo que ninguno de los países socios del proceso de Barcelona son considerados ahora como una jurisdicción no cooperante.

4 RELACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS CON LA ZONA DEL EURO

La UE y los países socios del proceso de Barcelona pretenden utilizar la asociación euromediterránea como un instrumento para potenciar el crecimiento y consolidar las reformas en la región, reforzando los lazos económicos y financieros. Esta sección repasa el estado actual del proceso de integración.

La mayor parte de los países asociados tienen importantes intercambios comerciales con la zona del euro, debido a su proximidad geográfica y a sus estructuras de producción complementarias. Por el contrario, el grado de integración con el resto del mundo, así como entre ellos, es reducido³.

Los vínculos financieros con la zona del euro incluyen el préstamo bancario a los socios del proceso de Barcelona, la inversión directa extranjera y los flujos financieros relacionados con el movimiento de personas, es decir, remesas de los trabajadores e ingresos derivados del turismo. Salvo el incremento del préstamo bancario procedente de la zona del euro, los vínculos entre las dos áreas parecen haberse estancado en los últimos años.

Las relaciones comerciales son amplias, especialmente en la zona mediterránea. En promedio, el comercio con la zona del euro representa un 40% del comercio total (véase gráfico 2). Sin embargo, si bien las relaciones de Malta, Turquía y los países del Magreb con la zona del euro son muy estrechas, los países del Mashrek están más orientados hacia los Estados Unidos y los países del Golfo⁴. En conjunto, la zona del euro ha registrado un superávit comercial continuo con los países asociados. Las importaciones de la zona del euro consisten fundamentalmente en maquinaria, bienes manufacturados y productos químicos, mientras que las exportaciones se componen de productos agrícolas, textiles y combustibles.

Por el contrario, el comercio entre los países socios del proceso de Barcelona supone sólo un 5% del comercio total, debido a la similitud de las estructuras productivas de varios de ellos y a que las infraestructuras inadecuadas y las barreras aduaneras y no aduaneras impiden un mayor comercio intrarregional. A pesar de que Jordania, Líbano y Siria están relativamente más abiertos a la región que otros países, su cuota de comercio con los otros socios del proceso de Barcelona no supera en ningún caso el 15% de su comercio total. Las autoridades de la región, reconociendo los obstáculos al comercio, han emprendido iniciativas para la integración regional con apoyo financiero de la Unión Europea y del Banco Europeo de Inversiones.

Desde la perspectiva de la zona del euro, el comercio con los socios del proceso de Barcelona representa un 3% del comercio exterior total. El comercio de esta región con España e Italia y, sobre todo, Grecia, es más elevado que con los países del norte y del centro de Europa.

Si se utiliza el desarrollo del comercio como indicador de la integración entre la zona del euro y los países asociados, parece que el efecto completo del acuerdo de Barcelona aún no se ha materializado. Es cierto que el conjunto del comercio se ha incrementado notablemente desde que se ratificó el acuerdo de Barcelona en 1995, en particular se ha duplicado con creces en la última década. Sin embargo, si se compara con la tendencia mundial, la participación de la zona del euro en el comercio total de los países socios del proceso de Barcelona se ha estancado.

Los préstamos bancarios de la zona del euro son considerables desde una perspectiva mediterránea, y han adquirido mayor importancia en la última década. Los activos bancarios de la zona del euro representan más de la mitad del total de activos bancarios extranjeros de la región, aunque constituyen menos del 2% de los activos totales de las entidades de la zona del euro en el exterior. Sin embargo, casi la mitad de los activos totales de los socios del proceso de Barcelona se encuentran en Turquía. La zona del euro concede dos tercios de todos los préstamos bancarios exteriores a los países del Magreb y al Líbano, pero este porcentaje es marcadamente inferior en los otros países. Con respecto a la exposición, dos tercios de los activos totales de las entidades de la zona del euro corresponden a Alemania y Francia. Como indicador de la fortaleza de los vínculos, los préstamos bancarios a los países socios del proceso de Barcelona se han incrementado en la última década más de dos tercios. Si se considera desde una perspectiva global, los préstamos transfronterizos de las

3 En el 2002, el grado de apertura de los países socios del proceso de Barcelona (la ratio media de las exportaciones e importaciones en relación con el PIB) fue del 34%, frente al 57% de los cuatro países Asean, el 50% de los países adherentes, el 29% de Rusia y el 21% de los países andinos.

4 El Magreb, como se utiliza aquí, se refiere a Argelia, Libia, Marruecos y Túnez; el Mashrek hace referencia a Egipto, Israel, Jordania, Líbano, la franja de Gaza y Cisjordania.

entidades de crédito de la zona del euro concedidos a estos países han aumentado respecto al total de préstamos dirigidos a los países en vías de desarrollo, al incrementarse del 15% en 1993 al 24% en el año 2002.

Si bien los préstamos bancarios de la zona del euro son relativamente importantes para los socios del proceso de Barcelona, el panorama es menos claro con respecto a la IDE. Desde 1995, las entradas de IDE procedentes de la zona del euro se han situado, en promedio, en torno al 20% de la IDE total, con importantes variaciones de un país a otro. Además, la distribución de la IDE por sectores varía enormemente a lo largo de la región. Mientras que en Argelia, Egipto y Siria, el sector petrolífero atrae la mayor parte de la IDE, en Chipre, la proporción mayor se destina a entidades de crédito que ofrecen ventajas fiscales (*offshore banking*) y, en Jordania, a las operaciones realizadas en el área de libre comercio. Mientras tanto, la privatización de las empresas públicas ha propiciado la inversión en Marruecos y Túnez. El porcentaje de IDE de la zona del euro en el total de IDE en los países socios del proceso de Barcelona se ha estancado, lo que refleja la falta de dinamismo de la integración económica entre las dos áreas. No obstante, como la IDE está sujeta a grandes variaciones a lo largo del tiempo, este hecho ha de tratarse con cautela.

La inversión entre los países socios de Barcelona es bastante limitada, ya que muy pocos bancos locales se centran en la inversión en la región mediterránea y la información sobre las oportunidades de inversión en otros países del área no está disponible ágilmente. Muchas de sus economías están dominadas por pequeñas empresas familiares que no cumplen las normas de contabilidad reconocidas internacionalmente y, por consiguiente, no son un objetivo de los inversores foráneos.

Aunque la emigración a la zona del euro es importante desde un punto de vista económico y social, parece que se ha estabilizado a pesar de la proximidad geográfica y de los diferenciales de renta entre las dos regiones. Unos 4,7 millones de personas de los países socios del proceso de Barcelona viven ahora permanentemente en la zona del

euro; casi la mitad de ellos procede de Turquía y vive en Alemania, y otro 30% procede de los países del Magreb y vive en Francia⁵. Un obstáculo fundamental al aumento del capital humano en la cuenca mediterránea es el bajo porcentaje de estudiantes que retornan a estos países tras haber realizado estudios en Europa.

Las remesas de los trabajadores representan una parte considerable de los ingresos por cuenta corriente de los países socios del proceso de Barcelona. En el 2001, estas remesas se cifraron en 12,5 mm de euros y contribuyeron en un 2% al PIB agregado de estos países. En concreto, los ingresos en los países del Magreb y en Turquía provienen fundamentalmente de la zona del euro, mientras que los demás países reciben remesas sobre todo de Estados Unidos y de los países del Golfo.

Otro resultado de la proximidad geográfica y de los diferenciales de renta es el turismo procedente de la zona del euro, que contribuye con un 2% del PIB de los países socios del proceso de Barcelona. Estos países reciben cada año más de 18 millones de turistas de la Unión Europea, de los que un elevado número proviene de la zona del euro. Una proporción creciente de estos turistas son emigrantes que vuelven a sus casas en verano, especialmente a Turquía y a Marruecos.

En resumen, las economías de los países socios del proceso de Barcelona han estado ligadas de forma bastante estrecha —y lo continuarán estando— a la evolución económica de Europa. Aunque estos vínculos son más importantes para estos países que para la zona del euro en su conjunto, un examen más detallado de los datos pone de manifiesto que estas relaciones no son de la misma importancia para cada país. Turquía y los países del Magreb, así como los dos países adherentes, Chipre y Malta, tienen lazos especialmente fuertes con la zona del euro, mientras que la relación es menos intensa en el caso de los países del Mashrek. En cuanto a la zona del euro, Francia, Alemania, Italia y Grecia mantienen los vínculos más estre-

5 Sin embargo, estas cifras han de tratarse con cautela, pues dependen de la legislación nacional de los respectivos países.

chos con los países socios del proceso de Barcelona. Con respecto a la evolución temporal, la evidencia parece mostrar un estancamiento en la mayor parte de las áreas de integración económica y financiera entre las dos regiones en los últimos años. Aunque se espera que la creación de una zona de libre comercio antes del año 2010 entre la UE y estos países aumente el comercio y la integración financiera, este aumento ha de sustentarse en las políticas adecuadas.

5 CONCLUSIÓN

Si bien la evolución monetaria de la mayoría de los países socios del proceso de Barcelona se ha estabilizado en los últimos años, el crecimiento no ha sido lo bastante intenso como para generar empleo. La disciplina presupuestaria también ha constituido un problema en varios países.

Un modo de consolidar las reformas e incrementar el potencial de crecimiento es tratar de conseguir la integración regional, tanto entre los países socios como con la zona del euro. Una integración económica y financiera entre la zona del euro y los países socios del proceso de Barcelona debería resultar beneficiosa para la creciente competencia en esta última región, aumentando, así, su potencial de crecimiento. No obstante, este resultado sólo será posible si se logran avances estructurales en sus economías y ambas orillas aúnan esfuerzos para integrar las dos regiones económica y financieramente.

Los países socios del proceso de Barcelona varían sustancialmente en cuanto a sus estructuras económicas y a la intensidad de sus vínculos económicos con la zona del euro. Los vínculos son especialmente estrechos con Turquía y los países del Magreb, pero algo más lejanos con los países del Mashrek. En vista del crecimiento insuficiente y de

las dificultades estructurales, las autoridades han emprendido un proceso de reformas en algunas áreas. No obstante, parece haber espacio suficiente para llevar a cabo mejoras adicionales, como consolidar los marcos jurídicos, mejorar los sistemas educativos, fortalecer los vínculos intrarregionales y potenciar la disciplina presupuestaria.

Aunque la estructura del sector financiero varía ampliamente entre estos países, en todos ellos los sistemas financieros parecen asentarse en entidades de crédito relativamente concentradas y estrechamente relacionadas con el sector público. Recientemente, las autoridades han abierto los mercados financieros al sector privado y a los operadores foráneos. No obstante, es preciso adoptar normas de supervisión adecuadas para evitar que los flujos internacionales de capitales se conviertan en una posible amenaza para la estabilidad financiera. A este respecto, la elección de un régimen cambiario apropiado supone un reto de especial importancia.

Por lo que se refiere al comercio, la mayor parte de los países socios del proceso de Barcelona muestran un alto grado de apertura hacia la zona del euro. Sin embargo, si bien las relaciones comerciales entre las dos áreas son estrechas, especialmente desde la perspectiva mediterránea, el comercio no parece haberse intensificado con el transcurso del tiempo.

Además, mientras los préstamos bancarios de la zona del euro son relativamente importantes para los socios del proceso de Barcelona y han adquirido mayor importancia en la última década, el panorama no es tan claro respecto a la IDE. La emigración hacia la zona del euro y el turismo procedente de la misma son otros importantes mecanismos, desde el punto de vista económico y social, que forjan los lazos entre los países de la cuenca mediterránea.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

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

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

3 CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO



Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1), 2)}	M3 ^{1), 2)} Media móvil de 3 meses de M3 (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ¹⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por sociedades no financieras e inst. financieras no monetarias ¹⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (porcentaje, medias del período)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,6	6,6	7,2	-	5,3	21,4	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,0	-	4,9	20,3	2,33	4,16
2003 II	11,3	8,3	8,5	-	4,6	20,3	2,37	3,96
III	11,5	8,5	8,3	-	4,9	22,1	2,14	4,16
IV	11,2	7,9	7,6	-	5,3	21,5	2,15	4,36
2004 I ^(p)	.	.	.	-	.	.	2,06	4,15
2003 Oct	12,2	8,3	8,1	7,7	5,1	22,6	2,14	4,31
Nov	10,6	7,6	7,4	7,5	5,6	21,6	2,16	4,44
Dic	10,5	7,5	7,0	7,0	5,5	19,1	2,15	4,36
2004 Ene	11,1	7,4	6,5	6,6	5,4	16,9	2,09	4,26
Feb	10,7	6,9	6,3	.	5,5	.	2,07	4,18
Mar ^(p)	.	.	.	.	.	.	2,03	4,02

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

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)	
							6		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	39,8	109,6	-19,5	10,8	306,5	99,9	103,6	1,1312
2003 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	24,6	32,2	-9,8	14,7	306,5	101,8	105,9	1,1890
2004 I	.	.	.	.	.	104,0	108,2	1,2497
2003 Oct	10,4	14,5	-10,6	26,7	332,4	101,0	104,8	1,1692
Nov	6,0	8,9	0,9	-2,3	321,9	100,9	104,9	1,1702
Dic	8,2	8,8	-0,1	-9,6	306,5	103,7	108,1	1,2286
2004 Ene	-4,9	4,2	-11,0	-11,5	309,7	104,7	109,0	1,2613
Feb	.	.	.	.	298,5	104,4	108,7	1,2646
Mar	.	.	.	.	.	102,8	107,0	1,2262

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 5 Mar	2004 12 Mar	2004 19 Mar	2004 26 Mar
Oro y derechos en oro	130.343	130.343	130.343	130.342
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	168.097	167.024	166.587	167.046
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	17.541	17.265	17.223	16.594
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	7.189	7.435	7.206	7.192
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	285.903	277.698	281.509	289.539
Operaciones principales de financiación	220.659	212.499	216.501	224.530
Operaciones de financiación a plazo más largo	64.999	64.999	64.999	64.999
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	231	15	6	3
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	14	185	3	7
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	1.179	1.162	1.258	1.239
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	67.968	68.884	69.049	68.855
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	42.604	42.616	42.617	42.617
Otros activos	105.968	107.262	107.053	106.925
Total activo	826.792	819.689	822.845	830.349

2. Pasivo

	2004 5 Mar	2004 12 Mar	2004 19 Mar	2004 26 Mar
Billetes en circulación	423.682	424.125	423.804	423.840
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	137.728	135.206	133.167	131.911
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	137.638	135.173	133.132	131.849
Facilidad de depósito	80	30	34	62
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	10	3	1	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	256	257	258	257
Certificados de deuda emitidos	1.054	1.054	1.054	1.054
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	56.617	51.822	57.360	66.653
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10.006	9.114	8.958	8.971
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	477	456	428	429
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.942	9.692	9.263	9.256
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el IFM	5.757	5.757	5.757	5.757
Otros pasivos	51.026	50.959	51.548	51.450
Cuentas de revalorización	69.141	69.141	69.141	69.141
Capital y reservas	62.106	62.106	62.107	61.630
Total pasivo	826.792	819.689	822.845	830.349

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
			Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6
Operaciones principales de financiación						
2003 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
11	147.492	137.000	2,00	2,00	2,01	12
18	104.015	83.000	2,00	2,00	2,01	14
23	135.659	135.659	2,00	2,00	2,00	16
3 Mar	100.586	85.000	2,00	2,00	2,01	14
10	147.204	127.500	2,00	2,00	2,01	7
17	224.149	216.500	2,00	2,00	2,01	7
24	224.531	224.531	2,00	2,00	2,00	7
31	257.167	218.000	2,00	2,00	2,01	7
Operaciones de financiación a plazo más largo						
2003 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
26 Feb	34.597	25.000	-	2,01	2,03	91
1 Abr	44.153	25.000	-	1,85	1,90	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 ⁴⁾		Tipo medio ponderado
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 5 Ene ⁵⁾	Captación de depósitos a plazo fijo	14.420	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 Jun	Operaciones temporales	18.845	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 Abr	Operaciones temporales	105.377	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 Sep	Operaciones temporales	69.281	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operaciones temporales	40.495	40.495	4,25	-	-	-	1
28 Nov	Operaciones temporales	73.096	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 Ene	Operaciones temporales	57.644	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operaciones temporales	59.377	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 Dic	Operaciones temporales	28.480	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 May	Captación de depósitos a plazo fijo	3.850	3.850	2,50	-	-	-	3

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en el cuadro 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (split tender operations), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase cuadro 1.3.2.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, al tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- Esta operación se llevó a cabo con un tipo de interés máximo del 3%.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

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

2. Reservas mantenidas

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

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez	Billetes en circulación	Depósitos de la Admin. Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	383,7	122,5	60,0	0,5	12,4	0,8	0,0	298,0	43,5	109,3	127,4	426,2
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003 I	352,5	179,5	45,0	0,2	0,0	0,1	0,0	347,8	59,1	40,6	129,6	477,5
II	331,3	194,7	45,0	0,4	0,0	0,3	0,2	373,2	52,6	13,2	131,9	505,3
III	315,0	214,0	45,0	0,1	0,0	0,6	0,0	391,7	54,4	-4,4	132,0	524,2
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	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4
9 Mar	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3

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 FMM ¹⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		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
III	1.089,1	462,5	23,7	0,6	438,1	121,7	110,5	1,1	10,1	-	12,4	341,8	12,3	138,4
2003 Oct	1.081,5	449,6	23,7	0,6	425,2	123,0	111,6	1,2	10,2	-	12,7	341,5	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	1.085,8	471,3	22,6	0,6	448,0	134,0	122,0	1,2	10,8	-	12,8	317,5	12,4	137,7
2004 Ene	1.090,0	469,7	22,6	0,7	446,4	136,9	124,4	1,3	11,2	-	12,9	321,2	13,0	136,3
Feb ^(p)	1.091,3	474,4	22,6	0,6	451,1	141,2	127,9	1,3	11,9	-	13,1	308,3	13,9	140,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2001	18.226,3	11.134,7	822,0	6.518,7	3.794,0	2.535,9	1.077,4	335,6	1.122,9	38,5	810,8	2.408,8	168,1	1.129,5
2002	18.857,9	11.611,4	813,0	6.780,6	4.017,8	2.671,5	1.135,0	366,2	1.170,4	62,4	827,6	2.465,5	167,6	1.051,8
2003 I	19.184,0	11.733,1	804,8	6.854,1	4.074,2	2.830,6	1.210,0	385,9	1.234,7	66,8	818,3	2.545,0	160,8	1.029,4
II	19.530,2	11.881,4	794,2	6.944,0	4.143,2	2.886,6	1.239,4	405,1	1.242,1	69,0	853,4	2.624,2	157,9	1.057,7
III	19.571,5	11.949,9	797,4	6.996,8	4.155,7	2.929,0	1.262,6	410,5	1.255,9	69,4	881,1	2.546,7	158,6	1.036,8
2003 Oct	19.609,9	11.922,5	797,2	7.025,6	4.099,6	2.959,0	1.274,7	418,2	1.266,2	71,2	880,4	2.610,7	158,4	1.007,7
Nov	19.806,5	12.048,2	806,8	7.070,5	4.170,9	2.987,9	1.291,9	423,0	1.273,1	71,6	890,1	2.622,3	158,5	1.028,0
Dic	19.787,5	12.111,8	819,5	7.093,0	4.199,4	2.950,4	1.252,1	425,1	1.273,2	67,4	895,8	2.565,1	159,9	1.037,1
2004 Ene	20.026,7	12.128,8	816,8	7.105,4	4.206,6	2.995,5	1.276,6	425,3	1.293,6	76,4	910,1	2.693,3	159,2	1.063,4
Feb ^(p)	20.148,3	12.151,6	808,2	7.137,2	4.206,1	3.042,0	1.298,2	431,4	1.312,4	77,4	909,5	2.723,2	159,5	1.085,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro			Participac. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ²⁾	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
III	1.089,1	406,4	362,1	55,0	17,4	289,8	-	2,6	151,2	32,4	134,4
2003 Oct	1.081,5	412,3	345,6	35,0	18,5	292,1	-	2,6	150,6	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	1.085,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	139,9	27,5	142,2
2004 Ene	1.090,0	430,0	345,9	42,7	15,5	287,6	-	1,6	140,8	29,4	142,2
Feb ^(p)	1.091,3	433,4	349,4	48,9	16,5	283,9	-	1,6	142,2	24,3	140,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2001	18.226,3	0,0	9.696,6	103,9	5.763,1	3.829,6	436,5	2.882,9	1.041,9	2.687,4	1.480,9
2002	18.857,9	0,0	10.197,6	106,9	5.954,1	4.136,6	532,9	2.992,8	1.108,7	2.594,1	1.431,7
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
III	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
2003 Oct	19.609,9	0,0	10.532,0	130,8	6.158,6	4.242,5	653,4	3.172,3	1.142,9	2.656,5	1.452,9
Nov	19.806,5	0,0	10.666,1	132,1	6.203,9	4.330,1	656,3	3.185,7	1.147,5	2.655,9	1.495,0
Dic	19.787,5	0,0	10.770,4	132,4	6.271,9	4.366,2	649,1	3.159,6	1.148,2	2.606,6	1.453,7
2004 Ene	20.026,7	0,0	10.761,1	131,4	6.265,3	4.364,4	667,7	3.206,7	1.150,9	2.718,2	1.522,1
Feb ^(p)	20.148,3	0,0	10.803,4	144,2	6.286,4	4.372,7	676,1	3.237,1	1.151,2	2.740,1	1.540,5

Fuente: BCE.

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

2) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro. 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 ¹⁾	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2001	13.576,7	7.367,0	847,7	6.519,3	1.516,1	1.179,2	336,9	568,1	2.807,8	180,0	1.137,6
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,0	1.221,0	367,0	572,7	2.839,6	179,5	1.132,9
2003 I	14.124,7	7.683,6	828,9	6.854,8	1.691,8	1.305,1	386,7	566,6	2.894,2	172,7	1.115,7
II	14.383,3	7.762,5	817,9	6.944,6	1.748,7	1.342,5	406,2	594,1	2.958,5	169,9	1.149,6
III	14.412,8	7.818,6	821,1	6.997,5	1.784,7	1.373,1	411,6	616,6	2.888,5	170,8	1.133,6
2003 Oct	14.498,7	7.847,2	821,0	7.026,3	1.805,7	1.386,3	419,4	613,8	2.952,1	170,7	1.109,2
Nov	14.611,6	7.901,6	830,5	7.071,1	1.828,7	1.404,5	424,1	623,5	2.954,7	170,8	1.132,3
Dic	14.538,2	7.935,8	842,2	7.093,6	1.800,4	1.374,1	426,3	624,9	2.882,6	172,3	1.122,4
2004 Ene	14.753,1	7.945,5	839,4	7.106,1	1.827,6	1.401,0	426,5	634,4	3.014,5	172,2	1.159,0
Feb ^(p)	14.852,5	7.968,7	830,9	7.137,9	1.858,8	1.426,1	432,7	634,5	3.031,5	173,4	1.185,5
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	-9,4	308,6	75,9	45,7	30,2	5,5	241,8	-1,3	-19,9
2003 I	220,9	87,1	-0,7	87,8	63,0	46,4	16,6	0,2	92,3	-3,6	-18,2
II	323,3	98,3	-8,6	106,9	52,0	37,9	14,1	21,2	122,2	-2,5	32,2
III	2,2	60,4	3,3	57,1	39,3	32,6	6,7	-4,5	-71,6	0,8	-22,3
2003 Oct	80,6	29,2	-0,1	29,3	26,2	18,2	8,0	-4,2	51,2	0,0	-21,9
Nov	154,7	60,6	9,8	50,9	19,2	13,7	5,5	9,0	44,2	-0,1	21,8
Dic	-0,7	48,8	11,9	36,8	-26,2	-29,8	3,6	1,9	-14,6	1,6	-12,1
2004 Ene	181,9	19,7	-2,9	22,6	15,4	16,5	-1,1	7,9	112,1	-0,2	27,1
Feb ^(p)	102,9	27,8	-8,4	36,3	29,0	24,0	5,0	1,0	23,0	1,2	20,7

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y particip. ²⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro ¹⁾	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2001	13.576,7	239,7	139,0	5.777,6	398,0	1.760,8	995,2	2.723,0	1.551,8	-8,5
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,7	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
III	14.412,8	364,8	183,9	6.145,4	576,8	1.865,1	1.016,6	2.639,0	1.616,5	4,6
2003 Oct	14.498,7	371,3	165,8	6.177,2	582,3	1.898,6	1.014,1	2.688,5	1.591,2	9,8
Nov	14.611,6	379,2	180,4	6.224,4	584,7	1.903,9	1.014,3	2.683,9	1.635,3	5,7
Dic	14.538,2	398,1	153,7	6.288,7	581,7	1.877,1	1.004,3	2.634,1	1.595,9	4,6
2004 Ene	14.753,1	389,2	174,1	6.280,8	591,3	1.903,5	1.003,2	2.747,6	1.664,3	-0,9
Feb ^(p)	14.852,5	393,6	193,2	6.303,0	598,7	1.914,4	1.005,4	2.764,4	1.680,7	-0,6
Operaciones										
2001	906,6	-116,4	-26,9	385,4	91,0	107,7	81,2	338,4	97,0	-50,7
2002	601,3	101,4	-5,8	221,7	70,1	105,1	39,2	75,8	-92,9	86,7
2003 I	220,9	7,7	32,8	50,8	35,8	24,9	2,6	59,6	-18,2	24,9
II	323,3	23,8	24,1	110,8	19,7	36,8	0,5	25,9	61,8	19,8
III	2,2	14,4	-13,7	-1,1	3,5	37,7	24,0	-20,9	-34,3	-7,5
2003 Oct	80,6	6,4	-18,0	30,7	5,7	30,1	2,3	39,5	-22,1	5,9
Nov	154,7	7,9	14,6	50,7	-4,3	14,8	4,0	26,6	33,5	7,0
Dic	-0,7	19,0	-26,7	71,7	-2,7	-10,9	-4,7	-1,5	-53,0	8,1
2004 Ene	181,9	-8,9	20,5	-9,4	9,2	22,0	0,9	87,2	70,0	-9,6
Feb ^(p)	102,9	4,3	19,0	22,9	7,2	12,4	1,0	16,5	17,2	2,4

Fuente: BCE.

- 1) A partir de finales de noviembre de 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 monetarios¹⁾ y contrapartidas

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 Media móvil de 3 meses de M3 (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro	Préstamos	Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2001	2.222,3	2.395,9	4.618,2	789,8	5.408,0	-	3.897,3	2.041,0	7.425,5	6.514,7	54,7
2002	2.439,3	2.474,3	4.913,6	854,5	5.768,1	-	3.994,1	2.073,7	7.723,9	6.780,6	184,6
2003 I	2.510,2	2.493,0	5.003,2	857,8	5.861,0	-	4.005,5	2.120,9	7.788,3	6.847,2	224,1
II	2.553,5	2.534,8	5.088,3	887,8	5.976,0	-	4.031,2	2.143,2	7.913,7	6.913,9	279,5
III	2.623,1	2.545,6	5.168,7	889,3	6.058,0	-	4.109,2	2.204,7	8.049,8	7.007,7	237,6
2003 Oct	2.667,1	2.548,6	5.215,7	914,4	6.130,1	-	4.136,4	2.219,0	8.081,7	7.040,4	244,4
Nov	2.658,1	2.556,7	5.214,8	917,5	6.132,4	-	4.160,2	2.235,4	8.148,9	7.086,0	241,7
Dic	2.673,7	2.551,6	5.225,2	911,6	6.136,8	-	4.141,2	2.235,0	8.149,1	7.094,7	221,7
2004 Ene	2.712,3	2.545,8	5.258,2	900,1	6.158,3	-	4.155,8	2.247,3	8.172,9	7.111,3	266,1
Feb ^(p)	2.728,9	2.547,9	5.276,8	915,2	6.191,9	-	4.180,1	2.254,6	8.214,6	7.148,4	274,7
Operaciones											
2001	121,4	158,3	279,7	118,7	398,4	-	178,2	2,5	467,0	377,4	-6,7
2002	214,6	88,4	303,0	68,7	371,7	-	187,8	38,1	346,3	312,6	168,0
2003 I	69,3	46,2	115,5	-8,0	107,5	-	29,9	16,6	81,9	80,9	84,6
II	58,9	45,2	104,1	27,1	131,3	-	40,1	25,2	130,8	83,6	64,9
III	72,6	10,4	82,9	1,5	84,5	-	87,4	63,5	114,4	98,1	-55,1
2003 Oct	43,6	2,4	46,0	25,2	71,2	-	28,7	19,3	31,3	33,3	4,4
Nov	-7,2	10,3	3,2	-4,0	-0,9	-	37,1	12,1	73,2	51,7	7,7
Dic	18,2	-2,3	15,9	-6,0	9,9	-	4,4	0,5	16,4	23,0	-10,7
2004 Ene	38,2	-7,3	30,9	-9,3	21,7	-	10,3	1,6	30,9	26,6	50,9
Feb ^(p)	17,8	1,5	19,3	15,9	35,1	-	23,5	6,4	45,9	41,7	14,8
Tasas de crecimiento											
2001 Dic	5,9	7,1	6,5	17,6	8,0	7,9	4,8	0,1	6,7	6,1	-6,7
2002 Dic	9,7	3,7	6,6	8,7	6,9	8,1	4,9	1,8	4,7	4,8	168,0
2003 Mar	11,7	4,7	8,1	8,0	8,0	8,3	4,4	1,7	4,8	4,7	230,5
Jun	11,3	5,7	8,4	8,7	8,5	8,6	5,1	3,7	5,2	4,6	247,5
Sep	11,2	5,2	8,2	4,5	7,6	8,0	5,4	5,6	5,5	4,9	167,3
2003 Oct	12,2	4,4	8,3	7,6	8,1	7,7	5,8	6,7	5,5	5,1	147,0
Nov	10,6	4,7	7,6	6,1	7,4	7,5	6,0	7,1	6,0	5,6	128,5
Dic	10,5	4,6	7,5	4,2	7,0	7,0	5,7	6,6	5,8	5,5	95,7
2004 Ene	11,1	3,7	7,4	1,5	6,5	6,6	5,8	6,1	5,8	5,4	109,7
Feb ^(p)	10,7	3,1	6,9	2,9	6,3	.	6,0	6,0	5,8	5,5	106,3

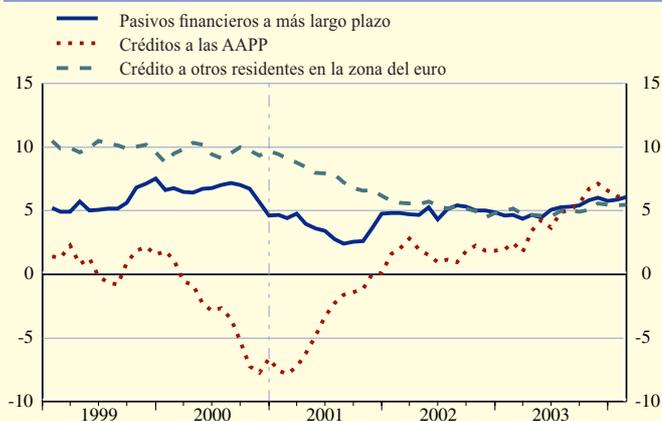
C1 Agregados monetarios

(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

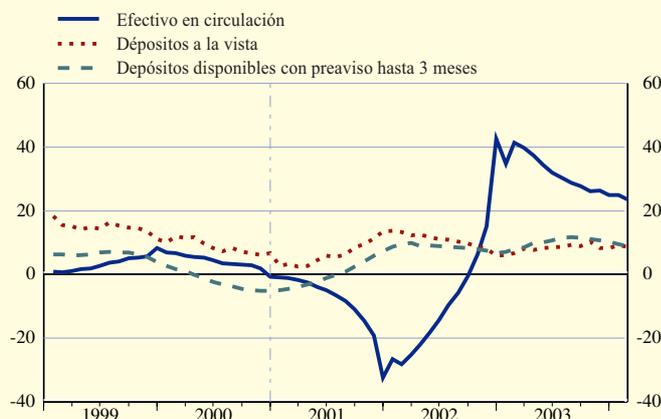
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	2.178,3	1.071,5	1.421,4	209,4	549,1	99,4	1.702,8	100,2	1.203,3	999,2
II	347,1	2.206,4	1.074,1	1.460,7	220,9	569,2	97,6	1.730,8	96,2	1.211,1	993,1
III	366,9	2.256,2	1.051,4	1.494,2	215,6	582,0	91,7	1.773,3	90,9	1.231,1	1.014,0
2003 Oct	371,7	2.295,4	1.047,0	1.501,6	225,4	587,5	101,6	1.794,6	91,1	1.236,6	1.014,1
Nov	379,7	2.278,4	1.047,2	1.509,6	227,7	588,7	101,1	1.799,0	90,7	1.247,8	1.022,7
Dic	388,7	2.285,0	1.042,5	1.509,1	219,8	601,8	89,9	1.794,3	90,5	1.252,5	1.003,8
2004 Ene	396,7	2.315,7	1.029,1	1.516,7	212,1	595,2	92,8	1.813,3	90,3	1.256,4	995,8
Feb ^(p)	400,1	2.328,8	1.018,2	1.529,6	225,4	594,8	94,9	1.818,4	90,2	1.265,5	1.006,1
Operaciones											
2001	-112,5	233,9	69,3	88,9	26,8	93,9	-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	48,3	-5,9	52,1	-21,7	17,4	-3,7	20,2	-3,5	12,4	0,9
II	15,2	43,7	5,8	39,5	11,6	19,7	-4,2	37,7	-4,0	8,7	-2,3
III	20,4	52,2	-23,1	33,5	-4,0	10,5	-4,9	47,8	-5,3	19,0	25,9
2003 Oct	4,8	38,7	-4,9	7,3	9,8	5,7	9,7	18,2	0,2	5,4	4,9
Nov	8,0	-15,1	2,2	8,1	1,3	-5,5	0,2	13,2	-0,4	11,8	12,5
Dic	9,0	9,1	-2,0	-0,3	-7,8	13,4	-11,6	11,8	-0,2	6,5	-13,6
2004 Ene	8,0	30,2	-14,8	7,6	-6,7	-7,0	4,5	13,0	-0,1	3,5	-6,0
Feb ^(p)	3,4	14,4	-11,4	12,9	13,3	-0,6	3,2	5,5	-0,2	9,1	9,1
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	8,5	-0,5	10,7	-0,9	19,3	-13,7	7,2	-10,7	3,9	4,5
Sep	27,8	8,8	-2,5	11,4	-6,7	14,4	-15,5	8,0	-15,2	4,8	4,0
2003 Oct	26,1	10,2	-3,9	11,0	-0,3	15,0	-8,4	8,7	-14,4	5,1	4,1
Nov	26,3	8,4	-3,0	10,8	1,5	10,8	-6,3	8,7	-13,7	5,4	4,3
Dic	25,0	8,4	-2,6	10,2	-4,8	11,6	-14,5	8,9	-12,7	5,4	2,8
2004 Ene	25,0	9,1	-3,7	9,4	-7,8	8,9	-15,0	9,5	-11,9	5,7	1,7
Feb ^(p)	23,5	8,8	-4,6	8,9	-1,5	7,8	-11,8	9,5	-11,1	5,8	2,3

C3 Componentes de los agregados monetarios

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo

(tasas de crecimiento interanuales; datos desestacionalizados)



2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

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

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			
	Total	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
III	44,3	28,3	478,2	295,0	3.017,4	973,2	518,8	1.525,3
2003 Oct	49,8	33,8	480,0	294,2	3.020,1	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	35,9	22,4	503,4	314,3	3.042,7	959,8	528,6	1.554,4
2004 Ene	47,5	34,2	496,8	305,2	3.036,1	959,0	529,9	1.547,2
Feb ^(p)	47,0	33,3	511,5	317,2	3.038,9	954,1	530,6	1.554,3
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
III	-0,4	-3,0	1,2	-8,8	2,7	-26,0	10,2	18,6
2003 Oct	5,5	5,5	1,6	-1,0	2,5	-10,7	3,7	9,6
Nov	-0,9	-0,9	18,6	20,4	18,8	5,1	2,8	10,9
Dic	-13,1	-10,6	10,4	3,2	13,3	-2,6	3,6	12,4
2004 Ene	11,6	11,8	-0,2	-2,3	-4,9	0,4	1,4	-6,7
Feb ^(p)	-0,5	-0,9	14,8	13,4	5,1	-4,1	0,9	8,3
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	-0,8	4,5	6,4
2003 Dic	14,2	14,2	11,1	8,0	3,5	-0,9	3,7	6,3
2004 Ene	12,8	15,6	12,5	10,8	2,8	-3,3	5,4	6,1
Feb ^(p)	7,1	5,8	14,7	13,6	2,7	-3,5	4,7	6,2

C5 Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

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

2. Préstamos a hogares²⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2001	3.146,1	497,1	102,5	170,4	224,2	2.020,6	22,7	61,0	1.937,0	628,3	152,8	105,3	370,3
2002	3.321,7	517,0	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	3.350,3	492,3	111,5	176,6	204,2	2.219,2	16,3	68,2	2.134,7	638,8	144,9	94,8	399,1
II	3.404,4	500,8	115,3	179,3	206,2	2.259,0	16,6	68,5	2.173,9	644,6	145,2	92,5	406,9
III	3.457,0	476,8	110,0	178,3	188,5	2.306,3	16,9	70,1	2.219,3	673,9	144,3	97,0	432,5
2003 Oct	3.475,7	480,4	110,8	179,3	190,3	2.325,0	16,7	70,9	2.237,3	670,3	141,8	96,7	431,9
Nov	3.488,5	478,9	107,9	180,5	190,5	2.333,9	15,9	70,8	2.247,2	675,7	144,3	96,3	435,1
Dic	3.510,9	484,2	111,2	182,0	191,0	2.350,8	16,2	67,1	2.267,5	676,0	144,8	96,3	434,9
2004 Ene	3.525,0	480,7	109,6	180,0	191,0	2.372,2	15,9	66,1	2.290,2	672,1	142,3	95,5	434,2
Feb ^(p)	3.539,8	481,1	108,6	181,0	191,4	2.384,7	15,8	66,0	2.302,9	673,9	141,1	95,6	437,2
Operaciones													
2001	154,4	15,9	-0,3	3,6	12,6	125,2	0,3	-1,8	126,7	13,2	-2,0	3,0	12,3
2002	183,2	19,7	6,1	4,8	8,7	156,2	0,7	2,8	152,7	7,4	-1,8	1,8	7,4
2003 I	35,1	-5,7	6,0	-3,1	-8,6	37,6	-6,9	2,5	41,9	3,2	-6,5	-2,4	12,1
II	58,3	8,8	1,9	4,6	2,3	43,2	0,3	-0,2	43,2	6,4	2,8	-2,9	6,4
III	53,8	3,0	-1,1	2,1	1,9	48,2	0,5	1,6	46,1	2,7	-4,4	1,4	5,7
2003 Oct	19,7	3,3	0,9	1,0	1,4	18,3	-0,2	0,9	17,7	-1,9	-2,5	-0,3	1,0
Nov	14,3	-1,2	-2,9	1,3	0,3	9,6	-0,7	-0,1	10,5	5,9	2,7	-0,3	3,5
Dic	26,2	7,2	3,8	1,5	1,9	17,5	0,4	-3,7	20,7	1,4	1,3	0,0	0,2
2004 Ene	16,0	-3,0	-1,4	-1,9	0,2	21,8	-0,3	-1,0	23,0	-2,7	-2,0	-0,7	0,0
Feb ^(p)	16,9	0,9	-0,9	1,1	0,7	13,2	-0,1	0,0	13,3	2,8	-0,9	0,1	3,6
Tasas de crecimiento													
2001 Dic	5,2	3,3	-0,6	2,2	6,0	6,6	1,5	-2,8	7,0	2,1	-1,3	2,9	3,4
2002 Dic	5,8	3,9	5,9	2,8	3,9	7,7	2,9	4,6	7,9	1,2	-1,2	1,8	2,0
2003 Mar	5,8	3,0	16,8	0,3	-0,9	7,6	-28,7	9,3	7,9	2,4	-4,3	-0,4	5,9
Jun	5,5	3,3	15,6	2,5	-1,4	7,3	-29,4	8,9	7,7	1,2	-6,9	-6,0	6,7
Sep	5,8	2,3	12,5	2,6	-2,2	7,5	-30,1	11,3	7,8	2,7	-6,0	-1,5	7,2
2003 Dic	6,3	3,0	8,4	4,2	-0,5	7,9	-34,7	1,3	8,7	3,6	-4,5	-4,6	9,1
2004 Ene	6,7	3,9	1,6	7,0	2,7	8,6	-0,6	-1,1	8,9	2,2	-2,8	-3,7	5,5
Feb ^(p)	6,6	5,0	-0,1	8,0	5,3	8,5	-2,3	-1,8	8,9	1,5	-2,4	-5,5	4,5

C6 Préstamos a hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM¹⁾

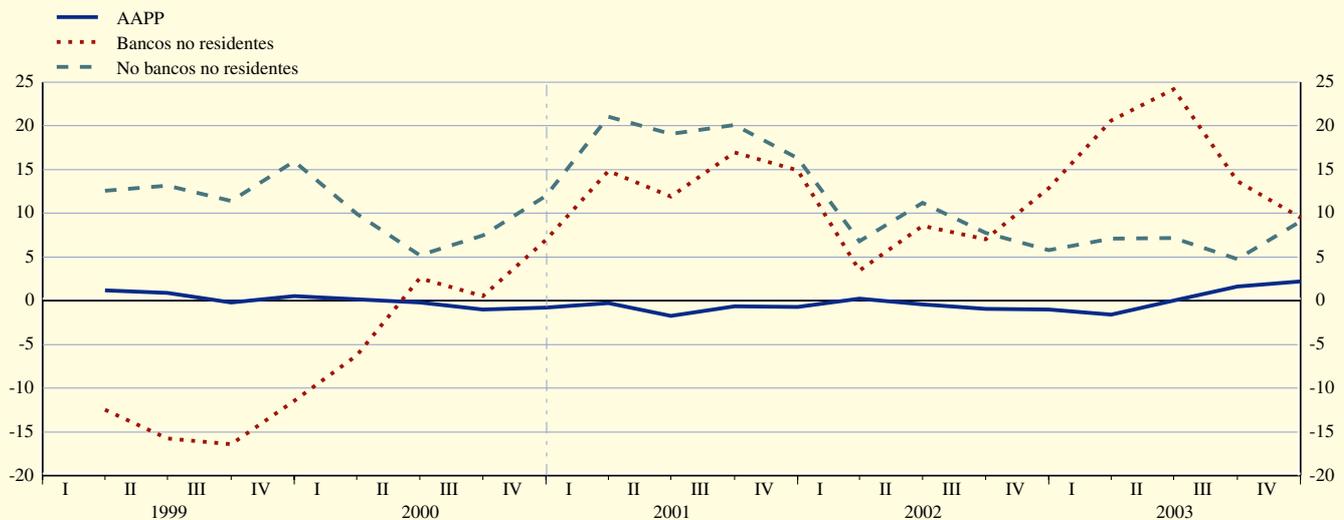
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2001	822,0	146,0	298,3	362,9	14,8	1.704,3	1.095,6	608,7	69,9	538,8
2002	812,6	132,3	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003 I	804,8	134,8	267,2	379,0	23,9	1.767,0	1.173,0	594,0	59,0	535,0
II	794,2	126,9	263,5	375,4	28,3	1.833,1	1.242,2	590,9	59,2	531,7
III	797,4	128,4	262,5	376,0	30,6	1.741,2	1.157,4	583,7	59,8	523,9
IV ^(p)	819,5	128,5	265,2	392,6	32,6	1.761,2	1.181,3	579,9	58,9	521,0
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	-12,0	-21,1	19,9	4,9	169,3	134,8	34,5	-1,2	35,7
2003 I	-0,2	1,0	-10,2	4,8	4,1	66,8	43,8	23,0	-5,5	28,5
II	-8,2	-7,4	-3,8	-1,6	4,5	105,9	93,1	12,8	0,3	12,5
III	3,3	1,5	-1,0	0,5	2,2	-86,8	-82,9	-3,9	0,6	-4,4
IV ^(p)	22,7	0,7	2,8	16,5	2,0	74,1	54,2	19,9	-0,9	20,7
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	-8,3	-7,1	5,5	33,2	10,4	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Mar	-1,6	-13,5	-9,2	7,1	60,3	15,7	20,6	7,1	-13,9	9,9
Jun	0,0	-8,8	-6,3	5,3	57,5	18,0	24,1	7,2	-8,3	9,1
Sep	1,6	-3,4	-4,3	5,1	50,1	10,4	13,6	4,8	-10,5	6,7
Dic ^(p)	2,2	-3,1	-4,4	5,4	64,9	9,3	9,5	9,1	-8,6	11,3

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

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

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2001	495,4	48,0	-	-	-	-	16,4	464,5	156,5	-	-	-	-	85,3
2002	522,8	55,8	-	-	-	-	17,9	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003 I	535,6	61,7	39,2	414,8	0,9	0,6	18,3	526,4	168,2	133,5	119,6	5,3	0,1	99,6
II	537,6	63,8	38,1	412,1	1,0	0,3	22,3	546,6	180,3	132,6	129,8	5,8	0,1	98,0
III	532,4	57,3	33,0	422,1	1,1	0,3	18,7	540,3	177,2	125,2	129,2	5,0	0,1	103,6
2003 Oct	533,8	52,6	37,8	423,6	1,2	0,3	18,3	558,1	175,1	128,2	132,4	5,7	0,1	116,5
Nov	533,6	51,9	36,7	424,1	1,3	0,3	19,3	565,7	176,1	129,5	137,7	5,7	0,1	116,6
Dic	542,5	59,2	41,7	420,9	1,3	0,3	19,1	562,6	179,9	129,4	142,7	6,1	0,1	104,4
2004 Ene	554,5	65,4	43,2	422,5	1,3	0,3	21,7	566,8	177,9	130,5	140,6	6,9	0,1	110,8
Feb ^(p)	556,6	62,9	42,4	424,6	1,3	0,3	25,0	578,7	183,9	122,9	143,8	8,5	0,1	119,4
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	4,2	-6,7	14,5	-0,1	-0,1	0,5	42,1	12,8	2,4	13,7	2,3	0,0	11,0
II	2,3	2,2	-1,0	-2,9	0,0	0,0	3,9	22,6	13,2	-0,2	10,8	0,5	0,0	-1,6
III	-6,5	-6,6	-5,1	8,9	0,1	0,0	-3,8	-7,2	-3,1	-8,1	-0,8	-0,8	0,0	5,7
2003 Oct	1,3	-4,8	4,8	1,6	0,2	0,0	-0,4	17,6	-2,2	2,9	3,1	0,8	0,0	13,0
Nov	0,0	-0,6	-1,0	0,5	0,1	0,0	1,1	9,2	1,7	1,6	5,8	-0,1	0,0	0,1
Dic	9,2	7,4	5,2	-3,2	0,0	0,0	-0,2	-0,1	4,7	0,5	6,5	0,5	0,0	-12,2
2004 Ene	11,8	6,2	1,4	1,6	0,0	0,0	2,6	5,1	-1,5	0,8	-2,3	0,8	0,0	7,3
Feb ^(p)	2,1	-2,6	-0,8	2,2	0,0	0,0	3,3	11,1	6,1	-8,5	3,2	1,6	0,0	8,6
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	7,4	37,0	-	-	-	-	3,3	10,5	5,2	-	-	-	-	17,7
Jun	6,7	28,7	-	-	-	-	17,4	14,1	9,2	-	-	-	-	16,3
Sep	4,9	11,5	-	-	-	-	28,2	10,9	11,6	-	-	-	-	8,8
2003 Dic	3,6	3,4	-8,3	4,8	40,9	-12,5	6,0	17,3	17,5	-0,8	36,9	70,7	-	17,2
2004 Ene	4,4	15,2	5,5	3,0	50,0	-9,7	-0,3	13,5	11,3	3,8	24,1	58,0	-	15,1
Feb ^(p)	4,9	15,5	6,1	2,8	58,0	-7,7	15,0	14,7	18,3	-7,0	27,0	78,6	-	20,2

C8 Depósitos de los intermediarios financieros

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares ²⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2001	974,2	575,3	-	-	-	-	36,2	3.679,3	1.097,2	-	-	-	-	76,6
2002	989,6	595,5	-	-	-	-	34,7	3.806,1	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003 I	960,4	567,2	271,0	61,8	27,0	1,1	32,3	3.834,3	1.195,9	580,2	586,7	1.302,2	98,6	70,6
II	1.001,1	600,5	279,1	61,0	29,2	1,4	29,8	3.867,6	1.236,6	562,8	585,5	1.327,7	93,0	61,9
III	1.018,4	609,8	282,1	65,7	29,9	1,5	29,4	3.901,8	1.270,8	555,1	586,8	1.344,1	88,6	56,3
2003 Oct	1.025,5	607,9	290,6	64,9	30,3	1,5	30,3	3.905,6	1.274,2	552,0	587,9	1.346,8	88,7	56,0
Nov	1.040,5	623,0	289,1	66,7	30,9	1,5	29,3	3.928,6	1.297,2	547,6	587,8	1.351,5	88,9	55,6
Dic	1.050,9	639,5	282,3	66,1	31,6	1,5	30,0	3.977,0	1.311,3	545,2	601,1	1.376,6	89,9	52,9
2004 Ene	1.011,4	612,5	270,8	67,7	33,5	1,5	25,4	3.994,4	1.315,3	539,9	604,5	1.391,8	88,8	54,1
Feb ^(p)	1.018,8	604,0	283,2	69,1	33,6	1,7	27,2	3.995,6	1.317,6	532,3	607,1	1.396,0	88,4	54,2
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	-27,5	-34,2	39,7	-35,2	4,4	0,3	-2,4	26,0	9,9	-38,4	22,3	41,2	-5,0	-4,1
II	43,4	34,6	9,2	-0,2	2,2	0,0	-2,4	35,0	41,0	-16,2	-1,2	25,6	-5,5	-8,7
III	19,4	9,5	3,6	4,6	0,7	0,1	1,1	2,0	2,8	-8,0	0,8	16,4	-4,4	-5,6
2003 Oct	6,8	-2,0	8,3	-0,7	0,4	0,0	0,9	3,5	3,3	-3,4	1,1	2,7	0,1	-0,3
Nov	15,6	16,0	-0,7	1,7	0,6	0,0	-2,1	24,0	23,2	-3,7	0,0	4,8	0,2	-0,4
Dic	13,0	17,7	-5,7	-0,3	0,7	0,0	0,7	49,8	14,5	-1,5	13,4	25,1	1,0	-2,7
2004 Ene	-40,8	-27,6	-12,0	1,5	1,9	0,0	-4,6	16,6	3,7	-5,8	3,4	15,1	-1,1	1,2
Feb ^(p)	8,5	-7,5	12,5	1,4	0,1	0,1	1,8	1,5	2,4	-7,4	2,6	4,2	-0,4	0,2
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	7,2	8,1	-	-	-	-	-3,5	3,9	7,3	-	-	-	-	-12,4
Jun	7,4	7,9	-	-	-	-	-18,0	4,0	7,2	-	-	-	-	-19,6
Sep	8,6	8,5	-	-	-	-	-15,0	4,0	8,2	-	-	-	-	-28,2
2003 Dic	7,2	6,8	23,4	-31,0	37,3	49,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,2	-13,2	-29,2
2004 Ene	7,1	9,4	2,7	12,2	37,4	38,3	-27,1	4,1	9,5	-9,0	3,6	8,7	-12,4	-28,5
Feb ^(p)	8,2	8,9	6,1	14,4	30,1	18,0	-15,6	3,7	8,7	-8,8	3,2	8,1	-11,6	-28,3

C9 Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2) Esta categoría incluye fondos de inversión.

2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM¹⁾

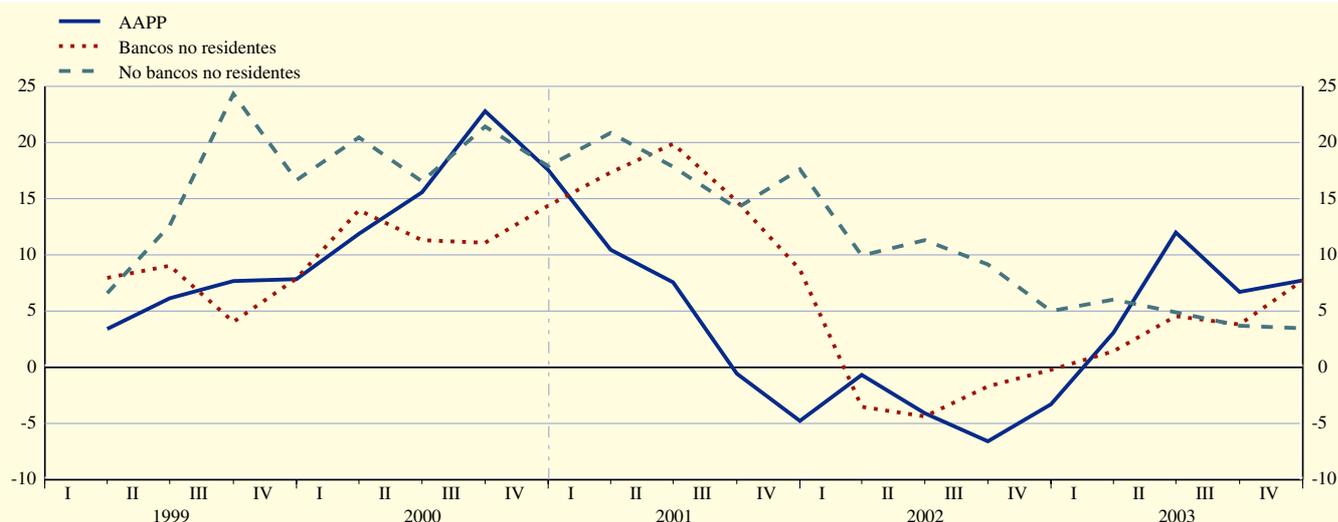
(mm de euros y tasas de crecimiento interanuales; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ²⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2001	253,6	103,9	29,9	68,9	50,9	2.400,1	1.696,9	703,2	94,1	609,1
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003 I	264,0	125,5	32,0	65,5	41,0	2.292,1	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	264,1	128,9	32,3	64,2	38,7	2.256,1	1.562,4	693,7	93,4	600,3
IV ^(p)	271,2	132,4	30,2	67,9	40,8	2.249,1	1.582,2	667,0	95,9	571,0
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	-23,4	-16,0	-1,9	-0,4	-5,0	-6,6	-7,9	1,3	-1,2	2,5
IV ^(p)	7,2	3,5	-2,0	3,7	2,1	57,4	69,0	-11,7	2,6	-14,2
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	6,7	18,9	-5,7	0,7	-5,3	3,8	3,8	3,7	-7,8	5,7
Dic ^(p)	7,7	19,4	-4,4	-2,0	2,4	6,4	7,7	3,4	-1,5	4,2

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

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

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

2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM¹⁾

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
III	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
2003 Oct	3.595,4	1.207,1	59,0	1.258,4	16,2	398,9	19,2	636,4	1.062,6	274,9	605,5	182,1
Nov	3.626,9	1.214,6	58,4	1.275,7	16,1	403,9	19,0	639,0	1.069,5	275,1	615,1	179,4
Dic	3.579,1	1.216,1	57,1	1.236,5	15,6	406,3	18,8	628,7	1.069,8	279,3	616,5	174,0
2004 Ene	3.664,1	1.232,9	60,7	1.260,5	16,1	407,5	17,8	668,6	1.090,5	284,2	625,9	180,4
Feb ^(p)	3.715,2	1.254,8	57,6	1.282,2	16,0	413,3	18,1	673,2	1.094,9	283,7	625,8	185,4
Operaciones												
2001	258,2	82,4	-4,2	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	1,4	-3,0	0,7	3,8
II	87,7	16,5	-0,4	30,9	-0,7	14,0	0,2	27,2	19,7	5,8	21,0	-7,1
III	55,2	14,7	-1,9	24,0	0,4	5,8	0,9	11,3	1,2	1,9	-4,7	3,9
2003 Oct	44,5	10,0	0,8	16,8	-0,6	7,9	0,0	9,5	-1,6	1,5	-4,3	1,2
Nov	38,4	7,1	0,6	12,0	0,4	5,2	0,4	12,8	6,6	-0,5	9,0	-1,8
Dic	-30,9	0,9	0,2	-38,8	-0,1	3,0	0,6	3,3	-2,5	1,9	1,9	-6,3
2004 Ene	62,0	14,5	2,4	14,2	0,1	0,3	-1,4	32,0	17,5	3,2	7,9	6,4
Feb ^(p)	48,2	20,7	-3,2	21,1	0,1	4,4	0,5	4,5	6,6	1,1	1,0	4,5
Tasas de crecimiento												
2001 Dic	9,2	8,2	-7,3	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	2,5	1,0	2,3	5,6
Jun	7,4	4,3	-9,4	4,9	7,2	15,3	15,9	16,3	3,2	-0,1	5,8	0,4
Sep	8,3	6,0	-8,4	6,6	8,4	15,3	18,5	13,9	5,3	3,4	6,3	4,9
2003 Oct	9,9	6,8	3,9	8,4	5,5	16,8	11,3	16,1	3,5	3,2	3,6	3,8
Nov	9,7	5,9	0,8	9,0	8,9	17,1	12,9	15,4	3,6	2,8	4,7	1,2
Dic	10,0	8,1	7,0	7,1	6,0	14,8	11,3	17,1	2,5	2,9	4,2	-3,5
2004 Ene	9,4	7,3	3,2	6,6	2,0	13,2	9,8	18,0	4,9	7,0	5,4	0,5
Feb ^(p)	9,4	8,1	-1,7	7,2	-3,7	12,4	10,8	16,5	5,6	7,5	5,9	1,9

CII Detalle de los valores en poder de las IFM

(tasas de crecimiento interanuales)



Fuente: BCE.

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

2.7 Revaloración de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-
2002	0,0	-	-	-	0,0	-	-	-	-1,0	-	-	-
2003 I	-1,2	-0,6	-0,1	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,7	-1,2	-0,1	-1,5
II	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-1,2	-0,3	0,0	-0,9
III	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,3	-0,1	-0,8
2003 Oct	-0,1	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	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,5	-0,8	-0,1	-0,7
2004 Ene	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,5	-0,1	-0,8
Feb ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6

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	-1,1	-0,1	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1
III	-2,1	-0,5	-0,2	-1,4	-0,2	-0,1	-0,1
2003 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	-4,1	-2,4	-0,3	-1,4	-0,3	0,0	-0,3
2004 Ene	-3,5	-1,8	-0,4	-1,4	-0,5	-0,2	-0,2
Feb ^(p)	-1,4	-0,5	-0,1	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

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

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
De residentes en la zona euro														
2001	3.829,6	87,7	12,3	8,0	0,9	1,8	1,0	5.867,1	96,6	3,4	2,2	0,4	0,2	0,3
2002	4.136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6.061,0	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	4.308,7	91,0	9,0	5,6	0,5	1,5	0,9	6.256,9	97,1	2,9	1,7	0,4	0,1	0,3
IV ^(p)	4.363,7	91,2	8,8	5,5	0,5	1,5	0,9	6.404,3	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
De no residentes en la zona euro														
2001	1.696,9	36,5	63,5	46,5	2,9	4,4	7,0	703,2	43,7	56,3	40,9	2,4	2,6	8,0
2002	1.585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003 I	1.587,9	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	1.562,4	46,4	53,6	35,9	1,7	4,1	8,9	693,7	52,9	47,1	30,3	2,4	2,3	9,2
IV ^(p)	1.582,2	47,0	53,0	35,4	1,7	3,6	9,5	667,0	50,9	49,1	32,2	2,1	2,2	9,6

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

	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
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	3.263,9	85,3	14,7	8,2	1,5	1,7	2,1
IV ^(p)	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2001	3.794,0	-	-	-	-	-	7.340,7	95,4	4,6	2,5	0,7	1,1	0,4	
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003 I	4.074,2	-	-	-	-	-	7.658,9	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
II	4.143,2	-	-	-	-	-	7.738,1	96,3	3,7	1,7	0,4	1,1	0,3	
III	4.155,7	-	-	-	-	-	7.794,3	96,4	3,6	1,7	0,4	1,2	0,3	
IV ^(p)	4.202,7	-	-	-	-	-	7.912,5	96,5	3,5	1,6	0,3	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	1.157,4	49,7	50,3	30,4	5,6	2,4	8,7	583,7	38,3	61,7	45,9	2,1	4,4	6,3
IV ^(p)	1.181,3	50,3	49,7	28,9	5,2	2,3	9,3	579,9	38,3	61,7	44,2	2,4	4,6	6,9

4. Valores distintos de acciones

	IFM ²⁾							No IFM						
	Total monedas. Saldos vivos	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2001	1.122,9	95,2	4,8	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	1.255,9	95,4	4,6	1,5	0,5	0,3	1,1	1.673,1	97,9	2,1	1,1	0,6	0,1	0,2
IV ^(p)	1.275,9	95,5	4,5	1,4	0,5	0,3	1,3	1.674,5	97,9	2,1	1,1	0,6	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	261,3	43,0	57,0	32,4	3,5	2,8	14,6	362,9	45,0	55,0	34,7	9,4	0,7	5,7
IV ^(p)	271,2	44,7	55,3	30,4	3,8	2,0	15,2	357,5	46,1	53,9	33,2	9,1	0,7	6,1

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 «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta un año	Más de un año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 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 ^(p)	3.083,0	248,3	1.404,8	65,2	1.339,6	931,3	234,3	125,3	138,9

2. Pasivo

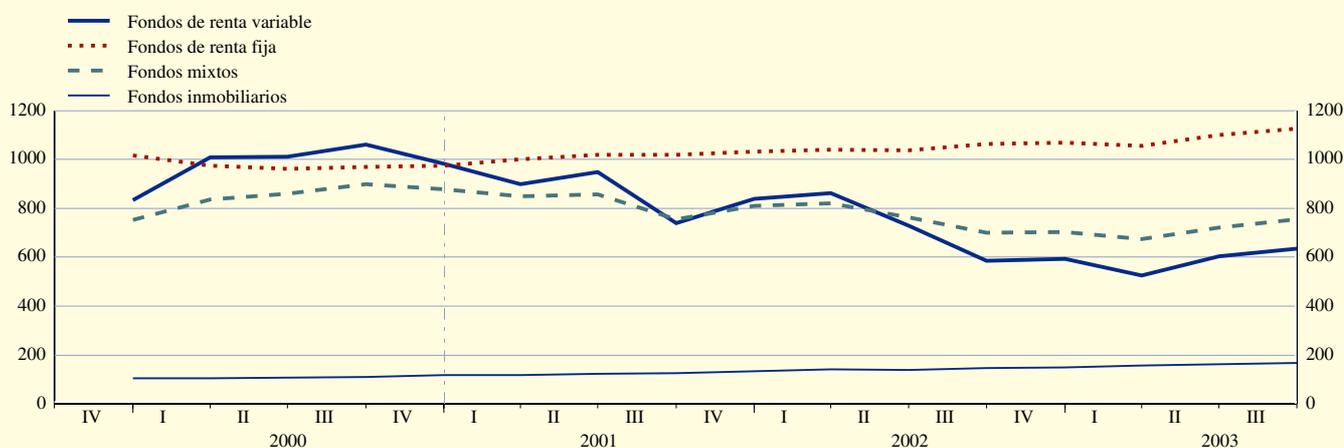
	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
2002 II	3.034,1	39,1	2.919,5	75,5
III	2.846,2	38,9	2.731,9	75,3
IV	2.862,4	40,2	2.745,2	76,9
2003 I	2.748,8	41,1	2.629,3	78,5
II	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
III ^(p)	3.083,0	43,2	2.915,1	124,7

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 ^(p)	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
Fondos de renta variable									
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 ^(p)	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Fondos de renta fija									
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 ^(p)	1.127,0	93,6	934,6	30,7	904,0	29,2	21,7	-	47,9
Fondos mixtos									
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 ^(p)	754,2	50,5	324,0	22,2	301,8	248,4	95,4	0,3	35,6
Fondos inmobiliarios									
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 ^(p)	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
Fondos abiertos al público							
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 ^(p)	2.248,0	198,9	927,5	736,5	176,6	107,9	100,5
Fondos de inversión especiales							
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 ^(p)	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 ¹⁾	11	
				Total	A la vista	A plazo	Con preaviso					Cesiones temporales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2002 II	14.798,9	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	14.344,4	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	14.636,2	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	14.606,4	5.635,1	295,2	4.948,2	1.837,7	1.572,4	1.432,0	106,1	176,2	215,4	323,9
II	15.071,3	5.753,8	319,1	5.029,8	1.919,8	1.560,8	1.454,5	94,7	200,3	204,7	329,8
III	15.208,8	5.762,8	332,9	5.071,6	1.958,4	1.556,6	1.467,3	89,3	183,9	174,4	344,6
Operaciones											
2002 II	170,2	97,3	24,5	73,2	73,7	0,9	0,2	-1,7	-2,5	2,1	-10,0
III	156,9	7,2	17,2	0,6	-3,1	-7,3	9,4	1,7	-12,5	1,8	9,1
IV	184,4	169,3	30,8	133,9	82,6	11,8	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 I	175,5	41,9	7,7	-3,3	-28,0	-10,6	41,0	-5,7	32,8	4,8	32,3
II	222,2	136,4	23,8	86,0	83,7	-8,6	22,3	-11,4	24,1	2,5	11,4
III	143,1	16,7	14,4	12,6	7,2	-3,6	12,8	-3,9	-13,7	3,4	16,5
Tasas de crecimiento											
2002 II	4,5	4,7	-18,1	6,4	12,3	0,6	6,7	1,8	-6,0	13,8	3,3
III	4,8	4,6	-6,4	5,3	10,3	0,0	6,4	-2,6	-3,2	14,0	5,3
IV	4,4	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	7,1	-10,6	5,1	12,1	13,7
II	5,0	6,5	30,4	4,5	7,7	-0,9	8,8	-19,0	22,3	12,1	22,6
III	5,1	6,7	27,5	4,7	8,3	-0,7	9,0	-23,5	22,8	12,8	24,3

	Valores distintos de acciones			Acciones ²⁾				Reservas técnicas de seguro		
	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros
Saldos vivos										
2002 II	1.928,4	224,7	1.703,7	4.010,4	2.249,5	1.760,9	297,2	3.422,0	3.086,7	335,3
III	2.021,5	251,2	1.770,3	3.426,5	1.701,1	1.725,4	313,4	3.448,0	3.109,9	338,1
IV	2.021,5	244,9	1.776,6	3.487,7	1.779,0	1.708,7	308,2	3.519,1	3.174,7	344,4
2003 I	2.035,8	243,5	1.792,2	3.359,2	1.621,1	1.738,0	392,0	3.576,4	3.226,4	350,0
II	2.001,0	220,4	1.780,6	3.667,9	1.835,7	1.832,2	398,1	3.648,6	3.295,4	353,1
III	2.020,6	220,5	1.800,1	3.718,4	1.856,7	1.861,7	403,2	3.707,0	3.351,3	355,7
Operaciones										
2002 II	-12,2	-42,4	30,1	35,1	21,3	13,7	-1,8	50,0	46,0	4,0
III	46,6	27,5	19,1	55,4	31,3	24,1	13,6	47,7	43,7	4,0
IV	-20,1	-15,6	-4,5	-23,1	-22,8	-0,3	-8,5	58,2	56,6	1,6
2003 I	-1,7	-4,6	2,9	72,4	10,8	61,6	29,6	62,9	56,0	6,8
II	-38,4	-23,1	-15,2	70,6	35,6	34,9	3,5	53,6	48,8	4,9
III	23,4	1,6	21,8	52,5	32,7	19,8	2,7	50,5	47,1	3,4
Tasas de crecimiento										
2002 II	4,7	-12,0	7,3	2,7	0,7	5,6	17,8	6,7	6,7	6,4
III	5,6	1,3	6,2	3,1	1,1	5,8	16,2	6,7	6,7	6,0
IV	4,2	2,4	4,4	2,4	1,0	4,3	11,3	6,5	6,6	5,7
2003 I	0,7	-13,1	2,9	3,2	1,6	5,3	11,2	6,4	6,6	5,0
II	-0,7	-7,0	0,1	4,4	2,4	6,8	12,9	6,5	6,6	5,1
III	-1,8	-16,6	0,3	5,0	3,3	6,7	8,7	6,5	6,7	4,9

Fuente: BCE.

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

2) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.2 Principales pasivos de los sectores no financieros

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

	Préstamos de IFM y otras instituciones financieras de la zona del euro a												Pro memoria: Préstamos de las entidades de crédito fuera de la zona del euro al sector no bancario
	Total			Administraciones Públicas			Sociedades no financieras			Hogares ¹⁾			
		De las IFM de la zona del euro		Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2002 II	15.919,3	7.903,8	7.017,3	874,3	53,4	820,9	3.546,5	1.206,7	2.339,8	3.483,0	287,7	3.195,2	247,3
III	15.361,6	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	15.592,9	8.061,7	7.131,8	880,4	60,6	819,8	3.593,9	1.172,5	2.421,3	3.587,4	286,5	3.300,9	242,6
2003 I	15.543,0	8.113,1	7.170,7	872,3	68,3	803,9	3.622,2	1.188,7	2.433,5	3.618,7	276,6	3.342,1	255,9
II	16.092,5	8.214,8	7.239,4	859,7	69,6	790,1	3.669,4	1.212,6	2.456,8	3.685,7	281,0	3.404,7	253,3
III	16.180,7	8.303,5	7.296,1	865,4	70,6	794,8	3.679,8	1.188,9	2.491,0	3.758,3	275,4	3.482,9	274,6
Operaciones													
2002 II	186,8	112,6	82,3	-25,3	0,1	-25,4	63,8	-3,8	67,5	74,1	10,7	63,4	-18,0
III	111,4	43,2	34,6	-7,6	1,3	-8,9	2,3	-17,7	20,0	48,5	-3,9	52,4	-7,1
IV	145,6	122,7	96,0	14,0	5,9	8,1	46,1	-11,2	57,4	62,6	3,6	59,0	7,5
2003 I	247,0	80,9	66,3	-0,2	8,0	-8,3	42,1	15,7	26,3	39,0	-7,6	46,7	5,6
II	238,3	116,3	85,6	-10,3	3,3	-13,6	56,2	29,6	26,6	70,5	5,0	65,4	2,6
III	144,1	85,8	59,9	5,7	1,0	4,7	6,2	-20,7	26,9	73,9	-4,8	78,7	22,4
Tasas de crecimiento													
2002 II	4,2	5,0	4,3	-0,7	26,7	-2,1	5,3	-3,7	10,6	6,2	1,0	6,7	-9,1
III	4,1	4,4	4,0	-0,8	20,9	-2,0	3,7	-3,9	8,0	6,4	1,2	6,9	-4,5
IV	3,9	4,4	4,0	-2,0	21,2	-3,4	3,8	-3,3	7,6	6,6	1,9	7,0	-2,9
2003 I	4,3	4,6	4,0	-2,1	28,6	-4,1	4,4	-1,4	7,5	6,6	1,0	7,1	-4,3
II	4,7	4,6	4,0	-0,5	34,6	-2,8	4,1	1,4	5,6	6,3	-1,0	7,0	3,5
III	5,0	5,1	4,4	1,1	33,3	-1,1	4,2	1,1	5,8	7,0	-1,3	7,7	15,7
Valores distintos de acciones emitidos por													
	Administraciones Públicas						Sociedades no financieras			Acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras	Depósitos de la Administración Central	Reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras	
	Total	A corto plazo		A largo plazo		Total	A corto plazo		A largo plazo				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23				
Saldos vivos													
2002 II	4.530,1	4.008,3	481,6	3.526,7	521,8	130,3	391,5	3.034,8	191,3	259,3			
III	4.667,1	4.130,1	479,8	3.650,2	537,1	137,7	399,4	2.289,2	193,0	263,1			
IV	4.678,3	4.134,3	480,0	3.654,3	544,0	144,7	399,3	2.379,9	207,5	265,7			
2003 I	4.836,9	4.265,7	529,7	3.736,0	571,3	167,1	404,2	2.111,5	212,4	269,1			
II	4.956,1	4.365,4	563,4	3.802,0	590,6	165,5	425,1	2.447,6	201,6	272,5			
III	4.958,1	4.369,0	557,5	3.811,5	589,1	164,5	424,7	2.471,4	171,3	276,5			
Operaciones													
2002 II	61,0	62,0	33,9	28,1	-1,0	-14,5	13,6	7,8	2,1	3,3			
III	56,9	46,5	-0,9	47,4	10,4	7,5	2,9	5,8	1,7	3,8			
IV	3,6	-0,3	-8,3	8,1	3,8	6,9	-3,1	2,4	14,5	2,5			
2003 I	158,1	129,1	50,8	78,3	29,0	22,3	6,7	-0,2	4,9	3,4			
II	100,7	83,8	33,9	49,9	16,9	-1,5	18,4	15,5	2,4	3,4			
III	46,4	46,7	-5,2	52,0	-0,3	-1,0	0,7	4,5	3,4	3,9			
Tasas de crecimiento													
2002 II	5,2	4,6	9,6	4,0	9,7	3,8	11,8	0,9	14,1	4,7			
III	5,2	5,0	7,3	4,7	7,2	-1,6	10,7	1,2	14,1	4,9			
IV	5,1	5,2	10,6	4,5	4,3	3,8	4,5	0,7	11,4	5,2			
2003 I	6,3	6,1	16,9	4,7	8,0	15,3	5,3	0,4	12,2	5,1			
II	7,0	6,5	15,6	5,2	11,5	27,0	6,3	0,8	12,3	5,1			
III	6,6	6,3	14,8	5,2	9,2	19,4	5,7	1,0	13,1	5,1			

Fuente: BCE.

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

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

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

Principales activos financieros

	Principales activos financieros											
	Total	Depósitos en las IFM de la zona del euro					Préstamos			Valores distintos de acciones		
		Total	A la vista	A plazo	Con preaviso	Cesiones temporales	Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2002 II	3.458,0	503,9	48,4	432,9	3,7	19,0	331,7	65,2	266,5	1.248,2	40,5	1.207,7
III	3.385,5	506,3	50,1	437,9	3,9	14,4	334,3	69,2	265,1	1.309,8	51,5	1.258,3
IV	3.480,6	522,8	55,9	445,6	3,5	17,9	336,9	70,5	266,4	1.356,5	54,1	1.302,4
2003 I	3.496,3	535,6	61,7	454,0	1,6	18,3	341,4	71,7	269,7	1.410,4	63,7	1.346,7
II	3.638,2	537,6	63,8	450,3	1,3	22,3	345,4	73,5	271,9	1.438,3	58,9	1.379,4
III	3.700,5	532,4	57,3	455,1	1,4	18,7	345,3	73,0	272,3	1.472,0	61,7	1.410,3
Operaciones												
2002 II	25,7	5,3	4,5	-0,1	-0,3	1,2	5,5	4,3	1,3	-6,2	-12,3	6,2
III	56,8	2,5	1,7	5,1	0,3	-4,6	1,1	2,5	-1,4	40,8	9,7	31,1
IV	65,6	16,5	5,8	7,7	-0,4	3,5	3,1	1,5	1,6	35,0	2,2	32,7
2003 I	92,2	12,3	4,2	7,8	-0,2	0,5	7,6	3,8	3,9	58,0	10,5	47,5
II	47,4	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	7,1	4,3	2,8	16,4	-5,0	21,4
III	42,4	-6,5	-6,6	3,7	0,1	-3,8	3,1	2,1	1,0	33,0	2,8	30,1
Tasas de crecimiento												
2002 II	7,4	3,6	17,0	2,0	-5,0	12,2	4,6	19,0	1,8	7,6	-28,6	9,4
III	8,2	3,8	27,6	2,6	4,5	-19,6	4,8	21,8	1,4	10,1	-2,6	10,6
IV	7,3	5,5	16,3	4,2	1,9	8,5	4,1	16,7	1,3	10,6	17,4	10,4
2003 I	6,7	7,4	37,0	4,7	-17,1	3,3	5,4	20,2	2,0	10,2	19,2	9,8
II	7,6	6,7	28,8	3,9	-9,1	17,4	5,7	18,5	2,6	12,0	43,1	11,0
III	7,3	4,9	11,3	3,5	-12,1	28,2	6,3	16,8	3,5	10,9	20,5	10,5

Principales activos financieros

Principales pasivos

	Principales activos financieros					Principales pasivos									
	Acciones ¹⁾				Reservas para primas y reservas para siniestros	Total	Préstamos de IFM y de otras inst. financieras de la zona del euro			Valores distintos de acciones	Acciones cotizadas	Reservas técnicas de seguro			
	Total	Acciones cotizadas	Participaciones en fondos de inversión				Total	De IFM de la zona del euro	Total			Participación neta de los hogares en las reservas de vida y en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y reservas para siniestros		
			Particip. en fondos del mercado monetario	Particip. en fondos de inversión										Total	Participación neta de los hogares en las reservas 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 II	1.266,6	673,7	593,0	51,3	107,6	3.550,2	56,0	42,5	10,7	226,5	3.257,0	2.758,8	498,2		
III	1.124,9	564,5	560,3	50,4	110,3	3.477,6	56,5	42,1	10,8	127,2	3.283,2	2.778,4	504,8		
IV	1.152,7	584,8	567,9	57,3	111,6	3.514,1	43,5	33,0	10,9	113,3	3.346,4	2.839,5	506,9		
2003 I	1.094,7	535,5	559,2	60,9	114,2	3.577,8	55,5	42,4	11,1	103,3	3.408,0	2.892,4	515,5		
II	1.200,9	605,9	594,9	65,3	116,1	3.685,4	58,1	44,8	11,2	136,5	3.479,5	2.958,4	521,1		
III	1.233,2	628,3	604,9	61,5	117,6	3.745,2	59,8	44,3	11,6	135,8	3.538,0	3.012,7	525,3		
Operaciones															
2002 II	18,8	7,0	11,8	2,6	2,3	51,1	2,9	3,3	0,4	0,1	47,8	41,9	6,0		
III	9,7	7,0	2,7	-1,4	2,6	43,7	-2,0	-2,5	0,0	0,0	45,7	39,3	6,4		
IV	9,5	-3,6	13,1	7,1	1,4	44,4	-11,5	-9,2	0,0	0,4	55,4	53,4	2,1		
2003 I	11,6	-0,1	11,7	2,0	2,6	79,1	13,8	11,3	-0,1	-0,1	65,5	55,5	9,9		
II	19,6	5,3	14,3	4,6	2,0	61,1	2,8	2,6	0,1	4,5	53,7	46,4	7,3		
III	11,4	6,2	5,2	-4,3	1,5	54,2	1,8	-0,4	0,5	1,3	50,7	45,6	5,0		
Tasas de crecimiento															
2002 II	8,2	7,1	9,6	7,8	22,4	7,0	9,4	17,3	13,3	2,3	7,4	7,0	9,8		
III	8,0	6,1	10,2	6,3	21,6	6,8	2,3	5,9	13,0	0,3	7,3	6,9	9,5		
IV	5,5	3,9	7,4	20,7	11,3	6,0	-14,4	-12,6	6,1	0,3	6,7	6,8	6,2		
2003 I	3,6	1,3	6,4	21,0	8,5	6,1	5,9	7,5	3,1	0,2	6,6	6,9	5,0		
II	4,0	1,3	7,0	23,9	8,1	6,4	5,4	5,0	0,9	2,1	6,8	7,1	5,2		
III	4,6	1,4	7,9	18,5	6,8	6,9	12,1	10,2	4,8	4,8	6,9	7,2	4,8		

Fuente: BCE.

1) Excluidas las acciones no cotizadas.

3.4 Ahorro, inversión y financiación anuales

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

1. Todos los sectores de la zona del euro

	Adquisiciones netas de activos no financieros					Adquisiciones netas de activos financieros							
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Variación de existencias ¹⁾	Activos no producidos	Total	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro	Otras inversiones (netas) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	339,9	1.122,4	-783,9	1,1	0,4	1.730,6	-3,0	395,3	397,7	383,7	313,2	193,6	50,2
1997	352,3	1.139,3	-797,1	10,1	0,0	1.913,3	-0,2	394,4	332,2	449,8	485,7	222,0	29,3
1998	413,2	1.203,5	-823,6	33,2	0,2	2.398,0	11,0	422,7	357,5	522,9	844,7	215,9	23,4
1999	449,7	1.292,4	-863,7	20,8	0,2	3.062,0	1,3	557,7	427,3	881,5	905,1	261,1	28,0
2000	488,0	1.391,2	-913,1	26,6	-16,7	2.801,8	1,3	349,6	267,7	809,1	1.126,4	252,9	-5,3
2001	464,7	1.443,7	-973,6	-7,4	1,9	2.583,5	-0,5	575,8	430,5	730,3	630,8	243,1	-26,5
2002	404,7	1.430,5	-1.014,4	-12,8	1,4	2.158,8	0,9	581,3	325,3	519,1	485,1	228,6	18,4

	Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾				Pasivos netos contraídos					
	Total	Ahorro bruto	Consumo de capital fijo (-)	Transferencias netas de capital a cobrar	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y participaciones	Reservas técnicas de seguro
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.659,8	472,4	383,4	334,9	272,9	196,3
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.809,9	511,6	317,7	378,5	372,2	229,9
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.324,7	648,4	323,0	482,4	649,3	221,5
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.013,7	929,1	502,9	759,7	557,5	264,5
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.774,8	532,3	416,1	851,1	722,3	253,0
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.562,8	661,4	492,4	608,3	550,1	250,7
2002	496,3	1.499,1	-1.014,4	11,6	2.067,1	528,9	452,8	467,8	376,4	241,1

2. Sociedades no financieras

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos			
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Total	Ahorro bruto	Total	Valores distintos de acciones ²⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	258,5	54,1	-13,9	55,1	87,5	119,5	514,5	270,5	7,0	143,5	112,4
1997	150,4	592,0	-453,3	239,7	25,3	-13,0	46,3	97,0	105,2	521,5	285,0	12,1	153,7	109,7
1998	193,8	635,2	-470,6	424,7	45,7	-9,9	96,3	203,1	147,8	569,2	470,7	22,8	252,8	184,4
1999	212,0	684,5	-490,9	604,7	26,9	88,9	169,1	299,1	107,7	548,7	709,0	47,2	423,3	222,0
2000	309,7	750,3	-522,9	829,4	71,8	89,0	193,0	457,7	84,4	560,4	1.054,7	61,6	559,6	425,5
2001	219,2	774,3	-554,8	626,6	101,2	39,7	142,1	246,5	88,2	583,5	757,6	102,5	324,0	319,6
2002	172,9	758,1	-579,2	368,9	19,2	14,8	46,7	264,7	115,4	634,1	426,4	22,3	204,9	185,4

3. Hogares⁵⁾

	Adquisiciones netas de activos no financieros			Adquisiciones netas de activos financieros					Variaciones del patrimonio neto ⁴⁾		Pasivos netos contraídos		Pro memoria:	
	Total	Formación bruta de capital fijo	Consumo de capital fijo (-)	Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ²⁾	Acciones y otras particip.	Reservas técnicas de seguro	Total	Ahorro bruto	Total	Préstamos	Renta disponible	Tasa bruta de ahorro ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	168,3	384,7	-216,8	438,4	146,2	25,1	93,0	189,0	445,3	646,9	161,3	160,1	3.789,8	17,1
1997	166,6	377,9	-211,8	426,3	70,4	-19,0	193,7	215,8	424,3	617,3	168,5	167,1	3.818,0	16,2
1998	178,4	389,8	-216,4	442,5	96,3	-118,8	288,0	210,7	408,2	594,6	212,6	211,3	3.925,4	15,1
1999	189,5	418,7	-231,6	471,0	119,2	-24,0	189,7	247,6	392,9	581,9	267,6	266,1	4.088,4	14,2
2000	196,5	441,2	-241,3	421,3	65,6	41,7	114,1	247,0	396,0	598,0	221,8	220,1	4.278,4	14,0
2001	186,0	454,1	-263,8	408,5	175,3	86,8	59,4	223,6	425,1	652,2	169,4	167,5	4.573,7	14,3
2002	183,0	463,9	-275,2	493,5	219,7	63,0	-4,2	215,7	465,7	704,6	210,8	208,6	4.737,5	14,9

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

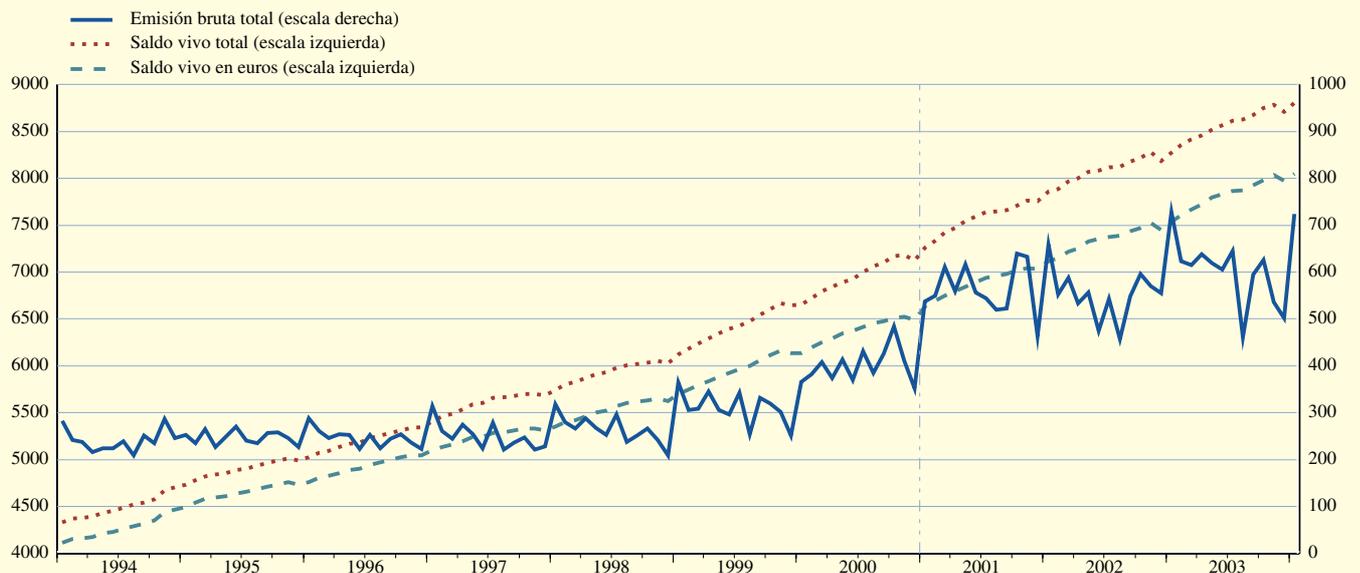
4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾				Emisiones por residentes en la zona del euro							
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Total				De los cuales en euros			
					Saldo vivo	Emisiones brutas	Amortizaciones	Emisiones netas	Saldo vivo (%)	Emisiones (%)	Amortizaciones (%)	Emisiones netas
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Ene	8.588,5	717,1	632,0	85,2	8.272,4	727,5	624,5	103,1	91,1	93,1	94,5	86,8
Feb	8.671,7	627,5	544,5	83,0	8.352,7	622,5	541,7	80,8	91,1	93,3	94,6	68,2
Mar	8.775,1	641,8	538,6	103,3	8.414,1	614,7	547,5	67,2	91,1	94,3	94,9	60,5
Abr	8.817,1	635,9	593,7	42,2	8.456,1	637,5	582,2	55,2	91,3	94,4	94,2	53,2
May	8.912,0	624,7	529,1	95,6	8.515,4	619,0	536,3	82,7	91,5	93,4	93,6	76,0
Jun	8.992,2	636,3	556,5	79,9	8.568,2	606,0	565,3	40,7	91,4	93,7	93,9	36,9
Jul	9.024,8	648,4	616,2	32,1	8.616,0	644,7	601,6	43,1	91,3	93,1	94,3	32,7
Ago	9.030,3	470,2	465,3	4,9	8.629,4	461,5	463,7	-2,2	91,2	93,9	92,6	3,8
Sep	9.121,3	615,5	523,7	91,9	8.674,7	594,8	530,0	64,8	91,4	93,4	94,2	56,0
Oct	9.177,0	632,7	577,9	54,8	8.746,4	626,1	560,2	65,9	91,3	93,8	94,8	56,1
Nov	9.242,7	555,4	492,3	63,1	8.783,4	536,1	490,8	45,3	91,4	93,1	92,4	45,6
Dic	9.206,3	519,8	552,6	-32,8	8.707,6	502,1	556,2	-54,1	91,5	93,7	94,6	-55,6
2004 Ene	.	.	.	.	8.800,2	724,4	638,9	85,5	91,5	94,5	94,8	79,1
Largo plazo												
2003 Ene	7.787,9	180,5	132,7	47,8	7.428,9	180,7	135,0	45,7	91,3	86,7	93,0	31,2
Feb	7.840,2	172,5	120,9	51,6	7.483,8	164,8	112,2	52,7	91,2	88,6	92,0	42,8
Mar	7.910,6	175,3	105,2	70,1	7.535,8	162,4	106,2	56,2	91,3	90,2	90,1	50,9
Abr	7.951,3	165,4	125,1	40,3	7.561,2	159,7	125,1	34,6	91,4	91,3	92,5	30,1
May	8.039,4	186,9	98,7	88,2	7.615,1	174,9	99,7	75,1	91,7	92,2	90,4	71,0
Jun	8.109,5	185,1	115,7	69,4	7.687,9	170,6	110,0	60,6	91,5	91,0	91,6	54,4
Jul	8.161,5	197,7	146,3	51,4	7.736,5	184,9	140,6	44,4	91,3	88,1	95,0	29,4
Ago	8.173,9	86,4	75,6	10,8	7.763,2	79,0	69,8	9,1	91,1	88,0	90,2	6,5
Sep	8.251,1	179,8	101,9	77,9	7.815,5	173,3	101,9	71,4	91,4	91,7	90,1	67,0
Oct	8.304,1	176,4	124,6	51,8	7.866,1	164,9	119,1	45,8	91,3	91,9	94,4	39,1
Nov	8.354,1	143,0	94,5	48,6	7.901,3	136,3	91,0	45,3	91,4	89,4	88,1	41,8
Dic	8.347,5	118,7	120,4	-1,7	7.876,4	111,7	114,5	-2,8	91,6	90,2	93,0	-5,7
2004 Ene	.	.	.	.	7.927,3	179,2	138,3	40,9	91,5	92,0	90,9	39,1

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	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Admón. Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Ene	8.272,4	3.172,6	563,4	559,5	3.794,3	182,6	91,1	85,6	83,8	87,1	97,2	95,8
Feb	8.352,7	3.192,9	577,2	567,8	3.825,9	188,9	91,1	85,5	83,8	87,1	97,2	95,9
Mar	8.414,1	3.202,6	585,9	576,6	3.857,2	191,7	91,1	85,4	84,2	87,7	97,2	96,0
Abr	8.456,1	3.213,3	598,9	581,2	3.867,1	195,7	91,3	85,6	84,9	87,8	97,3	95,7
May	8.515,4	3.215,9	600,8	589,4	3.910,6	198,6	91,5	85,9	85,5	88,2	97,4	95,7
Jun	8.568,2	3.227,8	618,3	591,2	3.927,8	203,0	91,4	85,6	85,6	88,3	97,3	95,7
Jul	8.616,0	3.255,7	637,1	593,8	3.925,0	204,5	91,3	85,5	85,5	88,1	97,3	95,5
Ago	8.629,4	3.256,4	641,4	596,8	3.930,5	204,3	91,2	85,5	85,2	87,9	97,2	95,4
Sep	8.674,7	3.262,1	649,6	589,1	3.964,8	209,0	91,4	85,4	86,3	88,2	97,4	95,5
Oct	8.746,4	3.302,8	659,8	594,6	3.976,6	212,6	91,3	85,2	86,6	88,0	97,4	95,5
Nov	8.783,4	3.324,6	667,7	594,8	3.979,2	217,1	91,4	85,4	86,9	88,2	97,5	95,6
Dic	8.707,6	3.300,1	681,8	594,0	3.913,7	218,1	91,5	85,4	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 Ene	8.800,2	3.332,7	682,7	593,4	3.969,9	221,6	91,5	85,3	87,6	88,1	97,6	95,5
Largo plazo												
2003 Ene	7.428,9	2.779,5	556,2	462,2	3.451,7	179,4	91,3	86,4	83,6	85,4	97,1	96,1
Feb	7.483,8	2.795,3	568,4	466,4	3.468,6	185,2	91,2	86,3	83,6	85,5	97,0	96,0
Mar	7.535,8	2.809,1	576,9	473,0	3.488,8	188,1	91,3	86,2	84,0	86,1	97,0	96,1
Abr	7.561,2	2.817,7	590,2	476,8	3.484,5	192,0	91,4	86,2	84,7	86,3	97,2	95,8
May	7.615,1	2.824,3	592,3	482,8	3.521,1	194,6	91,7	86,6	85,3	86,7	97,3	95,9
Jun	7.687,9	2.848,1	609,6	490,4	3.540,8	199,0	91,5	86,2	85,4	86,9	97,2	95,9
Jul	7.736,5	2.878,5	628,4	492,8	3.536,8	200,0	91,3	86,0	85,3	86,7	97,2	95,7
Ago	7.763,2	2.894,4	632,7	495,6	3.540,0	200,4	91,1	85,7	85,1	86,5	97,1	95,5
Sep	7.815,5	2.905,4	641,6	491,7	3.571,3	205,5	91,4	85,8	86,1	86,9	97,2	95,7
Oct	7.866,1	2.937,1	651,8	494,9	3.573,1	209,2	91,3	85,6	86,4	86,7	97,3	95,6
Nov	7.901,3	2.951,2	659,4	497,9	3.579,1	213,7	91,4	85,7	86,8	87,0	97,4	95,8
Dic	7.876,4	2.940,1	672,9	502,0	3.546,8	214,6	91,6	85,8	87,7	87,3	97,5	95,5
2004 Ene	7.927,3	2.958,6	673,9	496,0	3.581,2	217,6	91,5	85,6	87,5	86,9	97,4	95,6

C14 Saldos vivos de valores distintos de acciones por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

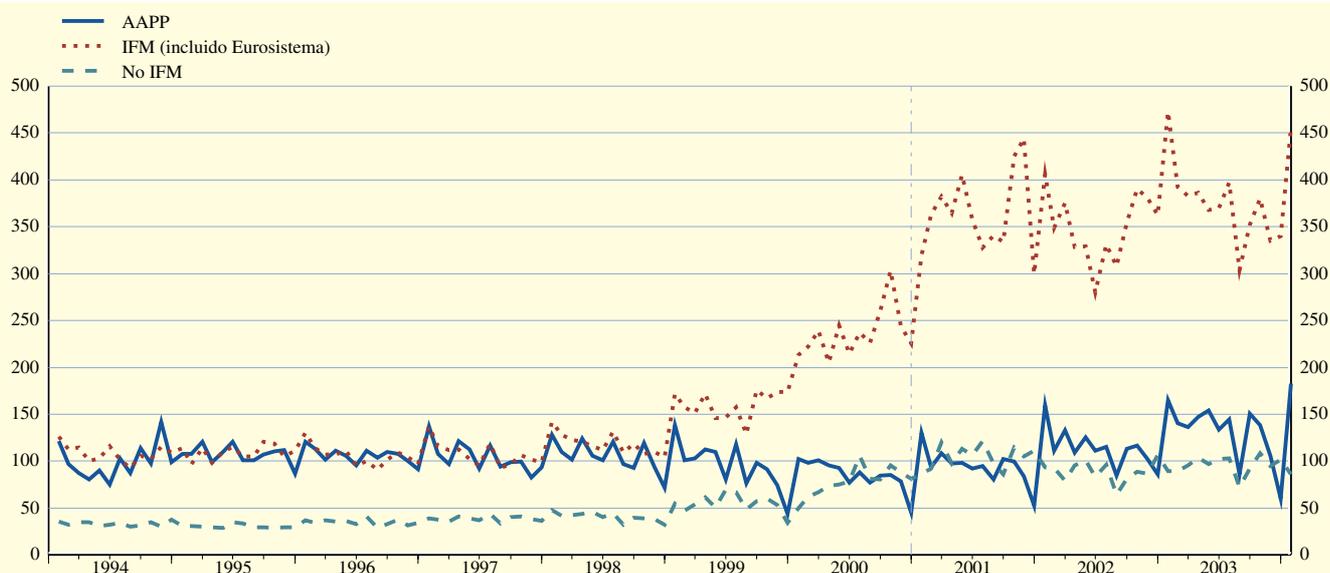
2. Emisiones brutas

(operaciones realizadas en el mes)

	Total						De los cuales en euros (%)					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2003 Ene	727,5	472,9	11,7	77,7	156,3	8,9	93,1	91,8	90,6	96,4	95,5	92,7
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
Mar	614,7	382,7	20,8	74,9	129,9	6,4	94,3	92,8	87,6	98,0	97,6	99,1
Abr	637,5	386,5	22,7	81,0	140,9	6,5	94,4	92,9	94,9	96,4	97,5	86,3
May	619,0	367,6	14,8	82,2	148,5	5,9	93,4	92,2	84,3	94,6	96,8	90,5
Jun	606,0	370,0	23,5	79,1	125,2	8,2	93,7	91,8	96,1	97,0	96,8	94,9
Jul	644,7	397,1	26,6	76,6	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
Ago	461,5	303,6	8,7	63,5	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
Sep	594,8	351,9	22,1	70,2	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
Oct	626,1	379,8	20,3	87,9	130,1	8,0	93,8	91,6	95,6	96,3	98,1	94,0
Nov	536,1	335,2	20,5	74,4	98,0	7,8	93,1	91,9	85,8	95,9	96,2	98,2
Dic	502,1	339,8	28,0	73,8	54,7	5,8	93,7	92,6	97,1	94,7	99,3	77,1
2004 Ene	724,4	455,5	7,2	79,0	173,6	9,1	94,5	93,2	89,8	96,5	97,1	97,5
Largo plazo												
2003 Ene	180,7	75,7	8,0	10,0	80,2	6,8	86,7	77,1	86,2	89,2	95,1	93,0
Feb	164,8	65,7	17,5	9,3	65,7	6,6	88,6	84,3	77,9	93,1	94,2	96,5
Mar	162,4	65,4	18,2	10,6	64,4	3,8	90,2	82,1	85,8	98,3	97,9	99,0
Abr	159,7	61,3	19,9	8,4	65,7	4,5	91,3	82,6	94,2	85,3	100,0	81,9
May	174,9	61,6	11,8	13,1	85,0	3,5	92,2	87,8	80,3	84,8	98,2	91,8
Jun	170,6	68,7	20,1	12,8	63,0	5,9	91,0	81,8	95,4	99,0	97,5	95,2
Jul	184,9	74,2	24,1	9,9	73,5	3,2	88,1	82,6	81,5	79,8	97,0	87,5
Ago	79,0	44,8	6,2	3,4	23,0	1,6	88,0	82,3	88,5	98,7	97,2	91,3
Sep	173,3	64,9	19,0	3,6	78,8	7,1	91,7	79,6	98,6	97,8	99,0	98,8
Oct	164,9	74,0	16,5	10,6	58,3	5,5	91,9	84,8	95,9	89,5	100,0	94,5
Nov	136,3	62,5	16,9	9,6	41,5	5,8	89,4	87,0	84,1	90,8	93,6	99,6
Dic	111,7	62,8	24,7	10,3	10,6	3,4	90,2	88,5	97,6	83,1	98,5	64,3
2004 Ene	179,2	74,5	5,0	6,4	86,9	6,3	92,0	84,8	88,7	86,7	98,2	99,4

C15 Emisiones brutas de valores distintos de acciones

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



Fuente: BCE.

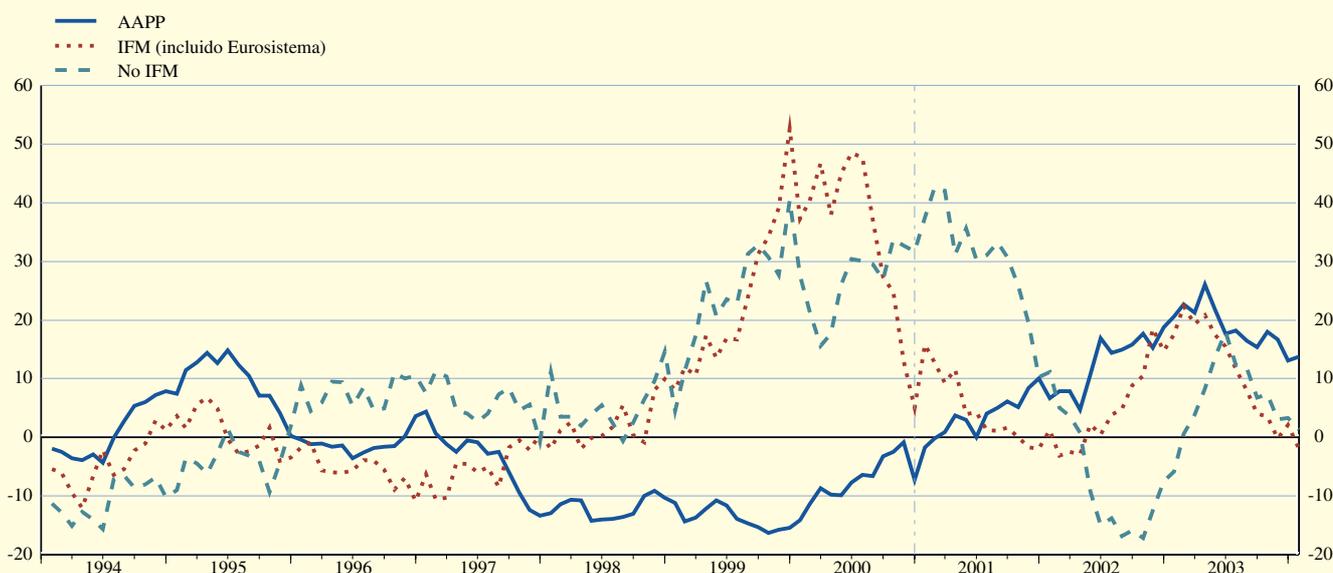
4.3 Tasas de crecimiento interanuales de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Total													
	Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			Total		IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM	
	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Adminis- tración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
En todas las monedas														
2003 Ene	6,4	107,6	5,6	13,8	24,6	4,5	5,0	4,1	28,6	15,2	121,2	17,6	-5,9	16,1
Feb	7,0	108,7	5,8	15,6	26,5	6,1	5,7	4,6	33,7	19,2	125,2	22,4	0,6	29,9
Mar	6,8	109,6	4,9	17,1	27,5	8,0	5,5	4,5	31,8	17,9	126,8	19,4	3,8	28,4
Abr	6,9	110,3	5,1	17,7	27,4	8,9	5,5	4,4	30,6	21,2	129,8	20,9	8,3	20,1
May	6,8	111,4	4,5	17,1	24,7	10,1	5,8	4,9	27,5	18,8	130,9	17,4	13,7	31,0
Jun	6,9	111,9	4,3	18,8	27,4	10,9	5,7	4,7	28,3	16,8	128,0	15,5	18,0	29,0
Jul	6,9	112,5	4,8	18,8	28,4	9,9	5,5	4,7	21,9	14,6	127,8	11,7	12,3	22,9
Ago	6,8	112,4	4,7	19,1	28,1	10,6	5,1	4,4	21,0	12,2	126,2	8,0	11,8	18,6
Sep	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,2	9,4	125,2	4,0	6,8	17,0
Oct	7,1	114,1	5,4	19,0	28,8	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,1	3,6	7,3	14,0
Nov	6,9	114,7	5,2	18,5	27,6	9,6	5,2	4,4	23,0	7,3	128,1	-0,2	3,0	9,9
Dic	7,3	114,0	6,1	16,8	23,3	10,2	5,5	4,7	22,3	6,8	120,7	2,1	3,2	20,9
2004 Ene	7,0	115,1	5,8	15,0	22,8	7,2	5,7	4,9	21,8	4,9	127,2	-1,9	1,4	20,4
En euros														
2003 Ene	6,0	107,2	4,4	16,1	30,2	4,9	4,9	4,0	28,0	16,0	122,9	20,5	-6,7	14,4
Feb	6,5	108,2	4,4	17,6	31,7	6,3	5,4	4,3	33,1	20,0	127,0	25,8	-0,5	28,3
Mar	6,3	109,0	3,5	19,4	32,5	8,8	5,3	4,3	31,0	18,4	128,6	21,5	2,7	26,6
Abr	6,5	109,8	3,8	20,3	33,0	9,7	5,3	4,4	29,3	23,1	132,4	26,1	7,3	18,4
May	6,5	110,9	3,4	19,9	30,3	11,0	5,6	4,7	26,3	20,3	133,2	20,9	13,7	29,1
Jun	6,5	111,4	3,0	22,3	33,9	12,3	5,4	4,5	27,0	18,1	130,3	18,4	17,5	29,2
Jul	6,7	111,9	3,7	22,0	34,7	11,1	5,2	4,5	20,4	16,7	130,9	15,8	12,1	23,0
Ago	6,5	111,9	3,6	22,4	34,6	11,8	4,9	4,2	19,5	14,7	130,4	13,4	11,0	18,6
Sep	6,6	112,7	3,2	21,7	35,4	9,8	5,5	4,8	21,7	11,4	128,6	8,4	6,0	16,9
Oct	6,9	113,5	4,1	22,6	36,1	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,4	7,6	6,9	14,3
Nov	6,7	114,2	4,1	21,6	33,9	10,4	5,1	4,3	22,3	9,3	132,0	3,0	2,3	9,6
Dic	7,0	113,4	4,9	19,1	27,4	10,9	5,5	4,7	21,2	8,8	123,9	5,5	2,8	19,2
2004 Ene	6,8	114,5	4,8	16,9	26,7	7,4	5,7	5,0	21,0	6,1	130,4	-0,7	0,7	18,7

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)



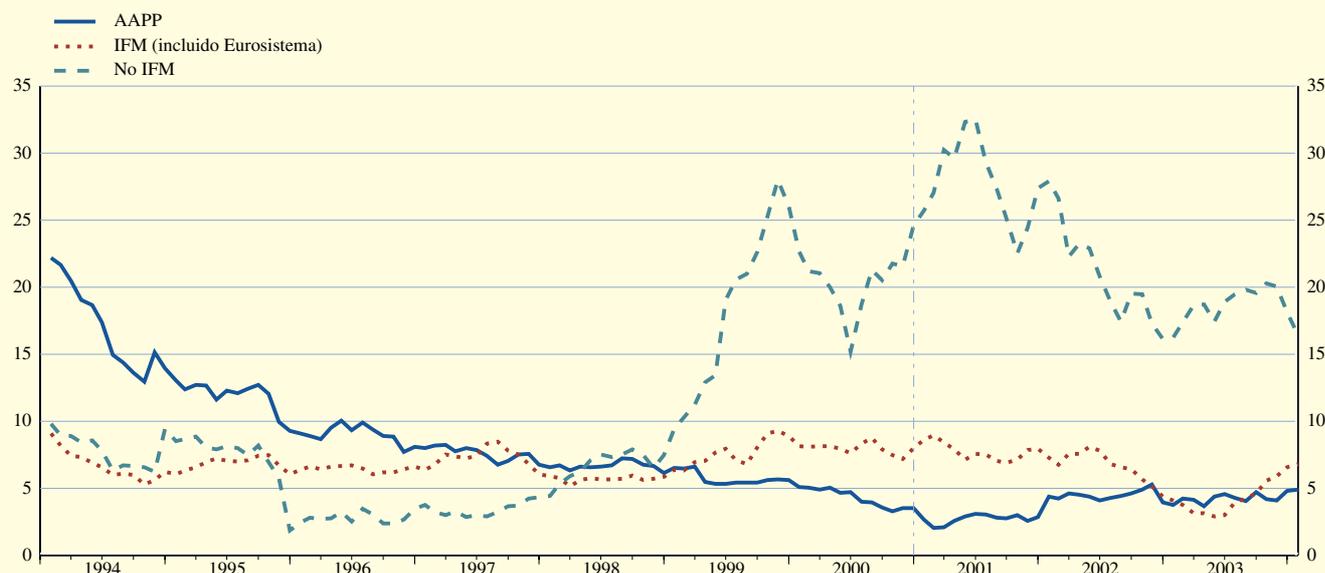
Fuentes: BCE.

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 euro¹⁾
(tasas de variación)

A corto plazo				A largo plazo									
Sociedades no financieras	AAPP			Total		IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM			AAPP			
	Total	Administración Central	Otras AAPP	Total	Índice Dic 01 = 100		Total	Instituciones financieras no monetarias	Sociedades no financieras	Total	Administración Central	Otras AAPP	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
En todas las monedas													
-7,2	20,6	21,1	-15,2	5,5	106,3	4,1	16,2	24,7	7,3	3,8	2,7	29,8	2003 Ene
-1,3	22,7	23,0	0,6	5,7	107,0	3,8	17,4	26,5	7,8	4,2	3,0	34,6	Feb
2,1	21,2	21,4	5,7	5,6	107,8	3,2	18,7	27,4	9,4	4,1	3,0	32,4	Mar
7,4	26,0	26,1	18,1	5,4	108,3	3,2	18,7	27,5	9,2	3,7	2,5	30,9	Abr
12,5	21,7	21,7	22,5	5,5	109,4	2,9	17,4	24,6	9,6	4,4	3,3	27,7	May
17,1	17,7	17,7	18,7	5,8	110,3	3,0	18,9	27,4	9,7	4,6	3,5	28,5	Jun
11,5	18,2	18,2	18,9	6,1	110,9	4,0	19,5	28,5	9,6	4,3	3,4	22,0	Jul
11,2	16,5	16,6	2,5	6,2	111,1	4,2	19,8	28,3	10,5	4,1	3,2	21,4	Ago
6,0	15,4	15,4	14,5	6,6	112,1	4,6	19,6	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	Sep
6,8	18,0	18,2	-2,9	6,8	112,7	5,6	20,3	29,0	10,4	4,2	3,3	21,9	Oct
2,5	16,7	16,9	-3,7	6,9	113,4	5,9	20,1	27,9	11,1	4,1	3,1	23,5	Nov
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,3	113,3	6,6	18,2	23,3	11,8	4,8	3,9	22,9	Dic
0,0	13,7	13,6	27,2	7,2	113,9	6,8	16,4	22,9	8,7	4,9	4,0	21,7	2004 Ene
En euros													
-8,1	20,5	21,1	-27,0	5,0	105,7	2,6	19,4	30,5	8,4	3,6	2,5	29,5	2003 Ene
-2,5	22,3	22,7	-9,0	5,1	106,4	2,1	20,2	31,8	8,7	4,0	2,7	34,2	Feb
0,9	21,0	21,3	-2,7	5,1	107,2	1,5	21,8	32,6	10,9	3,9	2,8	31,8	Mar
6,4	25,8	26,0	8,9	4,9	107,6	1,4	22,0	33,3	10,5	3,5	2,4	29,7	Abr
12,6	21,8	21,9	17,6	5,1	108,7	1,5	20,6	30,4	10,6	4,1	3,1	26,5	May
16,5	17,9	18,0	14,4	5,4	109,6	1,4	22,8	34,0	11,4	4,3	3,2	27,3	Jun
11,2	18,7	18,7	14,4	5,6	110,0	2,3	23,2	34,9	11,1	4,0	3,2	20,5	Jul
10,4	16,8	17,0	1,1	5,6	110,1	2,5	23,7	34,9	12,1	3,7	3,0	19,9	Ago
5,1	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,6	23,6	35,7	10,8	4,5	3,7	21,9	Sep
6,3	18,1	18,3	-5,1	6,3	111,8	3,6	24,5	36,5	11,6	4,0	3,2	21,2	Oct
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,4	4,2	23,9	34,3	12,4	4,0	3,1	22,9	Nov
1,4	13,3	13,5	-4,7	6,8	112,4	4,8	20,9	27,5	13,0	4,7	3,9	21,7	Dic
-0,7	13,9	13,7	35,6	6,9	113,0	5,5	18,8	26,9	9,3	4,9	4,1	20,7	2004 Ene

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



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanuales

(saldos vivos a fin de periodo)

	Total			IFM		Instituciones financieras no monetarias		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100 (%)	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)	Total	Tasas de crecimiento interanuales(%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 Ene	4.575,1	100,0	1,4	623,9	0,5	518,8	1,5	3.432,4	1,5
Feb	4.545,5	100,2	1,6	622,5	0,5	509,8	1,6	3.413,2	1,7
Mar	4.753,8	100,3	1,5	665,3	0,3	536,6	1,6	3.551,8	1,7
Abr	4.570,1	100,3	1,5	678,1	0,2	517,4	1,6	3.374,6	1,7
May	4.432,3	100,4	1,0	666,3	0,9	484,8	1,6	3.281,2	0,9
Jun	4.118,1	100,5	1,0	614,9	0,8	463,4	1,5	3.039,9	1,0
Jul	3.709,7	100,6	0,9	515,7	1,0	394,6	0,2	2.799,5	1,0
Ago	3.520,1	100,6	1,0	521,7	0,7	371,0	0,2	2.627,4	1,1
Sep	2.981,7	100,7	1,0	412,6	0,9	276,3	0,2	2.292,8	1,1
Oct	3.251,5	100,7	1,0	446,9	0,9	321,2	0,2	2.483,3	1,2
Nov	3.435,4	100,8	1,0	487,4	0,8	346,0	0,4	2.602,0	1,1
Dic	3.118,2	100,8	0,8	450,7	0,7	283,6	0,3	2.383,9	0,9
2003 Ene	2.978,3	100,8	0,8	425,8	0,7	261,1	0,4	2.291,4	0,9
Feb	2.884,9	100,8	0,6	425,3	0,6	270,8	0,0	2.188,8	0,6
Mar	2.763,4	100,8	0,6	413,0	0,6	236,2	0,0	2.114,2	0,6
Abr	3.112,9	101,5	1,2	471,4	1,1	291,8	1,9	2.349,7	1,1
May	3.145,6	101,5	1,1	476,7	0,8	291,3	1,9	2.377,5	1,1
Jun	3.256,1	101,5	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
Jul	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,0
Ago	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
Sep	3.276,6	101,8	1,1	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,6	1,0
Oct	3.483,9	101,8	1,1	535,2	1,0	333,2	1,9	2.615,5	1,0
Nov	3.546,8	101,9	1,1	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
Dic	3.647,4	102,0	1,2	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,8
2004 Ene	3.788,6	102,0	1,2	584,1	1,7	372,4	3,0	2.832,2	0,9

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

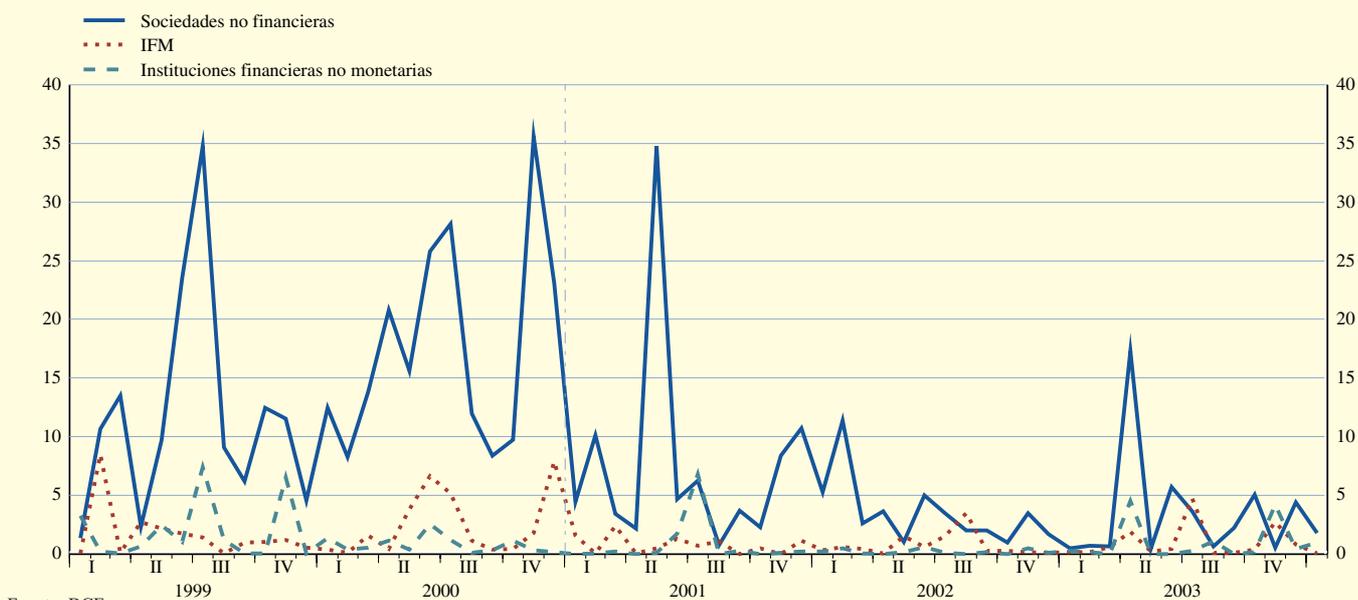
(mm de euros; valores de mercado)

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
2002 Ene	5,8	6,4	-0,6	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2	5,3	6,4	-1,1
Feb	12,4	1,1	11,3	0,6	0,0	0,6	0,5	0,0	0,5	11,3	1,1	10,2
Mar	3,1	2,3	0,8	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	2,6	2,2	0,4
Abr	3,7	0,5	3,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	3,7	0,3	3,3
May	2,7	0,3	2,4	1,5	0,0	1,5	0,2	0,0	0,2	1,0	0,3	0,8
Jun	6,1	0,5	5,6	0,6	0,0	0,6	0,6	0,0	0,6	5,0	0,5	4,5
Jul	5,0	1,3	3,7	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,3	3,1
Ago	5,5	5,1	0,3	3,5	3,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	0,7
Sep	2,4	0,5	1,9	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,4	1,7
Oct	1,2	0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,8
Nov	4,1	0,8	3,3	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,5	0,4	3,1
Dic	1,9	0,6	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,7	0,5	1,2
2003 Ene	0,9	1,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,5	1,4	-0,9
Feb	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
Mar	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
Abr	23,7	4,7	19,0	1,9	0,2	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,5	12,8
May	0,7	2,1	-1,5	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,7	-1,2
Jun	6,1	5,0	1,1	0,4	2,7	-2,2	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,3
Jul	8,6	1,8	6,8	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,6	2,0
Ago	1,8	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,0	-0,3
Sep	2,3	1,7	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,3	1,9
Oct	5,5	3,7	1,8	0,4	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	5,0	3,7	1,3
Nov	7,5	5,3	2,1	2,7	0,1	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,0	-4,4
Dic	5,6	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,5	3,9
2004 Ene	2,8	0,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9	1,8	0,9	0,9

C19 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales	
	A la vista ¹⁾	A plazo			Disponible con preaviso ^{1),2)}		A la vista ¹⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años		Más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003 Feb	0,91	2,44	2,65	2,90	2,34	3,23	1,19	2,63	2,90	3,72	2,68
Mar	0,87	2,34	2,52	2,74	2,29	3,19	1,14	2,50	2,48	3,41	2,57
Abr	0,84	2,25	2,54	2,80	2,31	3,14	1,11	2,43	2,37	3,29	2,48
May	0,84	2,23	2,38	2,64	2,24	3,10	1,08	2,43	2,31	2,94	2,46
Jun	0,76	2,00	2,21	2,61	2,23	3,01	0,99	2,10	2,18	3,05	2,14
Jul	0,68	1,91	2,10	2,32	2,14	2,93	0,88	2,02	2,14	2,73	2,03
Ago	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,97
Sep	0,69	1,87	2,12	2,43	2,00	2,85	0,87	2,00	2,29	3,63	2,00
Oct	0,69	1,89	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,98	2,23	3,71	1,99
Nov	0,70	1,87	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,33	2,77	1,97
Dic	0,69	1,89	2,40	2,41	2,01	2,68	0,88	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 Ene	0,69	1,91	2,37	2,74	2,02	2,65	0,95	1,99	2,06	3,11	1,95

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ³⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ³⁾	Otros fines por 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 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	7,28	7,00	8,28	8,06	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	7,62	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	7,09	6,94	8,28	8,01	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	4,42	4,15	5,25	5,17
Dic	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,63	4,16	5,02	4,95	4,46	3,84	5,00	5,08
2004 Ene	9,89	7,64	7,04	8,49	8,23	3,64	4,28	5,02	4,92	4,49	4,06	5,12	5,16

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

	Descubiertos en cuenta ¹⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
								1	2	3	4	5	6	7
2003 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		5,41	4,10	4,94	4,71	3,02	3,30	4,17
Dic		5,57	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 Ene		5,66	4,06	4,85	4,81	3,01	3,37	4,29

Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ¹⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{1,2)}		A la vista ¹⁾	A plazo		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2003 Feb	0,91	2,56	3,68	2,34	3,23	1,19	2,73	4,73	2,69
Mar	0,87	2,45	3,54	2,29	3,19	1,14	2,61	4,66	2,52
Abr	0,84	2,39	3,54	2,31	3,14	1,11	2,53	4,62	2,44
May	0,84	2,34	3,47	2,24	3,10	1,08	2,50	4,50	2,42
Jun	0,76	2,18	3,47	2,23	3,01	0,99	2,26	4,45	2,19
Jul	0,68	2,08	3,43	2,14	2,93	0,88	2,24	4,40	2,08
Ago	0,68	2,04	3,42	1,99	2,88	0,88	2,20	4,26	2,05
Sep	0,69	2,01	3,44	2,00	2,85	0,87	2,23	4,32	2,04
Oct	0,69	1,97	3,47	2,05	2,73	0,88	2,12	4,33	2,03
Nov	0,70	1,98	3,44	2,01	2,70	0,87	2,13	4,43	1,98
Dic	0,69	1,97	3,53	2,01	2,68	0,88	2,15	4,25	1,98
2004 Ene	0,69	1,94	3,36	2,02	2,65	0,95	2,09	4,24	1,95

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

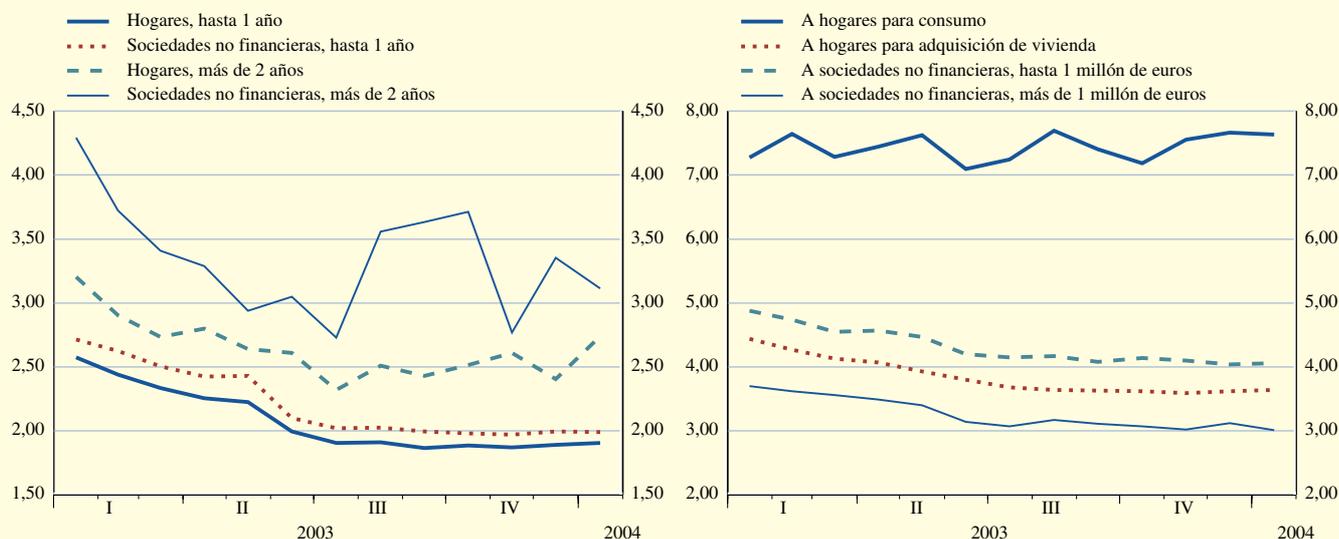
	Préstamos a hogares			Préstamos a sociedades no financieras			Detalle por plazo		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
2003 Feb	5,48	5,43	5,62	8,69	7,53	6,23	5,18	4,82	5,25
Mar	5,45	5,36	5,55	8,64	7,42	6,17	5,00	4,68	5,11
Abr	5,39	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	8,34	7,26	6,00	4,55	4,19	4,75
Oct	5,04	4,92	5,20	8,17	7,12	5,85	4,55	4,12	4,70
Nov	4,96	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,51	4,17	4,67
Dic	4,96	4,88	5,14	8,04	7,04	6,00	4,53	4,23	4,66
2004 Ene	4,90	4,89	5,11	8,16	7,02	5,92	4,55	4,07	4,57

C20 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



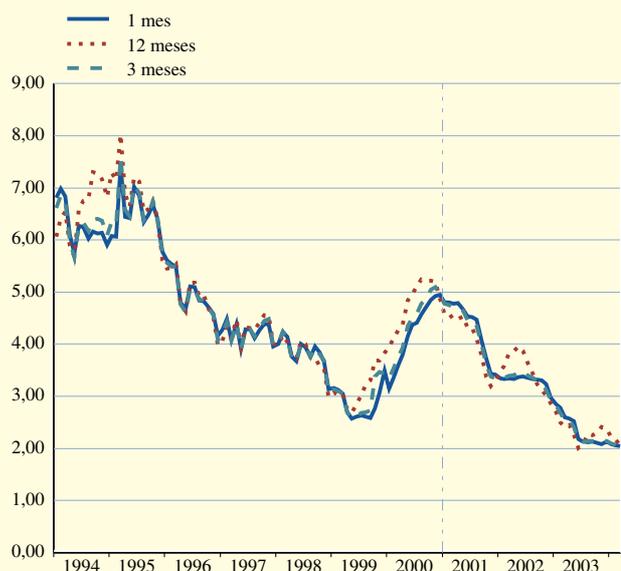
Fuente: BCE.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2001	4,39	4,33	4,26	4,16	4,09	3,78	0,15
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2003 I	2,77	2,75	2,69	2,60	2,55	1,33	0,06
II	2,44	2,43	2,37	2,29	2,25	1,24	0,06
III	2,07	2,13	2,14	2,15	2,20	1,13	0,05
IV	2,02	2,11	2,15	2,20	2,36	1,17	0,06
2004 I ^(p)	2,02	2,06	2,06	2,08	2,15	1,12	0,05
2003 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
Feb	2,03	2,06	2,07	2,09	2,16	1,12	0,05
Mar ^(p)	2,00	2,04	2,03	2,02	2,06	1,11	0,05

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



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



Fuente: BCE.

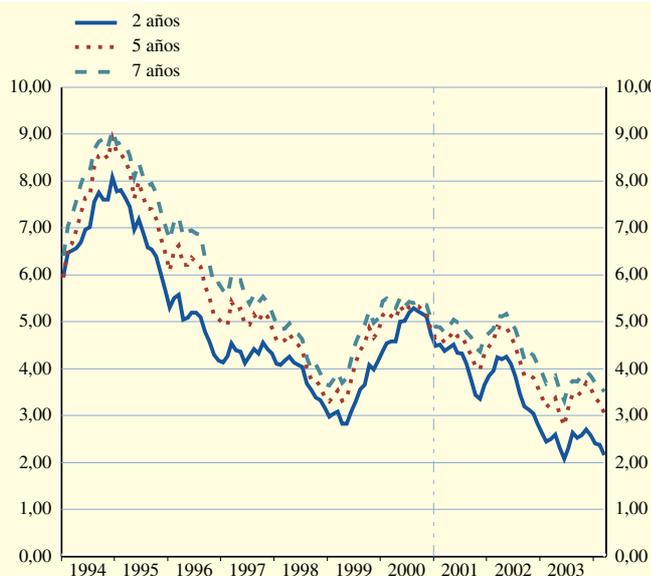
1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las notas generales, para más información.

4.7 Rendimientos de la deuda pública

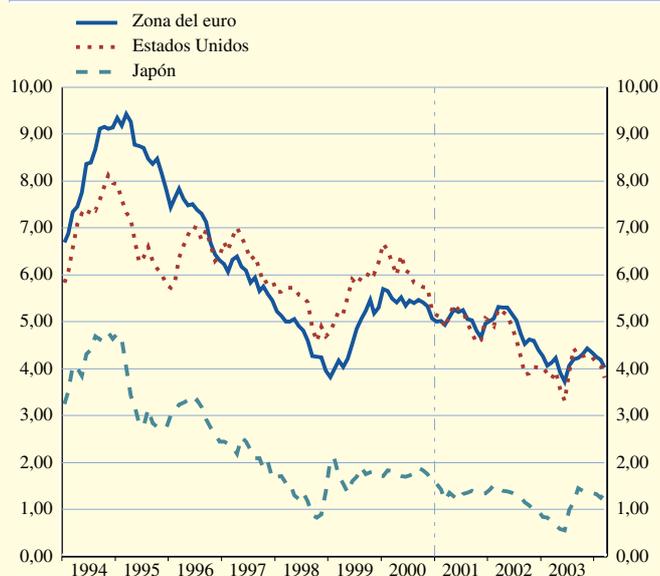
(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	2 años 1	3 años 2	5 años 3	7 años 4	10 años 5	10 años 6	10 años 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,78	5,03	5,01	1,34
2002	3,67	3,94	4,35	4,70	4,92	4,59	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	1,00
2003 I	2,53	2,71	3,29	3,80	4,16	3,91	0,80
II	2,33	2,54	3,07	3,57	3,96	3,61	0,60
III	2,48	2,77	3,34	3,70	4,16	4,21	1,19
IV	2,62	2,91	3,59	3,88	4,36	4,27	1,38
2004 I ^(p)	2,31	2,63	3,24	3,63	4,15	4,00	1,31
2003 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
2004 Ene	2,41	2,71	3,37	3,70	4,26	4,13	1,33
Feb	2,38	2,71	3,28	3,69	4,18	4,06	1,25
Mar ^(p)	2,16	2,48	3,06	3,51	4,02	3,81	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 Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	Referencia		Índices de los principales sectores económicos											
	Amplio	50	Materias primas	Consumo cíclico	Consumo no cíclico	Energía	Financiero	Industrial	Tecnología	Gas, agua electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	336,3	4.049,4	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,5	309,6	541,2	540,1	1.193,8	12.114,8
2002	259,9	3.023,4	267,5	175,0	266,5	308,9	243,3	252,4	345,1	255,5	349,2	411,8	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.404,5	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,1	210,7	337,5	304,4	964,8	9.312,9
2003 I	193,0	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
2004 I ^(p)	252,2	2.856,9	247,5	165,0	225,7	276,4	242,9	258,8	354,1	245,9	408,7	360,2	1.137,7	10.747,5
2003 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
Feb	253,9	2.874,8	244,7	165,1	229,5	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,8	10.618,6
Mar ^(p)	250,3	2.827,4	240,2	161,6	229,1	286,2	236,0	253,9	351,2	254,1	399,0	378,9	1.123,7	11.425,2

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

(enero 1994=100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado precios de consumo¹⁾

	Total				Total (d., variación sobre el período anterior)					
	Índice 1996 = 100	Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (n.d.)	Servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2002 IV	111,7	2,3	1,8	3,1	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,7
2003 I	112,5	2,3	2,0	2,7	0,8	1,2	0,9	0,1	4,4	0,5
II	113,2	1,9	1,5	2,6	0,2	0,8	0,5	0,2	-2,9	0,6
III	113,4	2,0	1,7	2,4	0,5	0,6	1,5	0,1	0,5	0,6
IV	114,0	2,0	1,8	2,4	0,5	1,1	0,6	0,2	-0,2	0,7
2003 Oct	113,8	2,0	1,7	2,5	0,1	0,5	-0,4	0,1	-0,4	0,2
Nov	113,9	2,2	2,0	2,4	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,2
Dic	114,2	2,0	1,8	2,3	0,1	0,2	-0,4	0,1	-0,2	0,3
2004 Ene	114,0	1,9	1,3	2,5	0,2	0,2	0,0	0,0	0,9	0,2
Feb	114,2	1,6	1,0	2,6	0,1	0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,3
Mar ³⁾	.	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales y de materias primas

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

3. Costes laborales por hora⁵⁾

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

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 en un mes).

3) Edificios residenciales, basados en datos no armonizados.

4) En el año 2000.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

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

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

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública educación, sanidad y otros servicios
			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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
1999	98,7	1,0	-3,1	0,7	1,3	-0,4	3,7	2,2
2000	100,0	1,4	1,7	-0,2	1,9	-0,4	4,6	1,7
2001	102,6	2,6	2,7	2,8	4,2	1,0	2,6	2,8
2002	104,8	2,2	-0,3	1,2	3,4	2,0	3,2	2,2
2002 III	105,0	1,9	-3,1	1,0	3,2	1,6	3,2	2,2
IV	105,5	1,5	4,0	-0,1	3,1	1,2	3,1	1,5
2003 I	106,3	1,9	4,9	0,7	4,0	1,6	2,7	2,1
II	107,1	2,6	10,2	2,2	3,9	2,7	3,1	2,3
III	107,4	2,4	9,2	1,4	3,3	1,8	1,6	3,2
Remuneración por asalariado								
1999	97,4	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,5	2,3
2000	100,0	2,7	3,2	3,2	2,5	1,6	3,1	2,6
2001	102,8	2,8	2,5	2,9	3,1	2,8	1,6	3,2
2002	105,4	2,5	2,6	3,0	3,1	2,6	2,0	2,4
2002 III	105,8	2,5	-0,5	3,1	2,8	2,6	2,0	2,3
IV	106,3	2,3	3,9	3,2	2,5	2,6	2,1	1,6
2003 I	107,1	2,4	5,0	3,3	2,6	2,3	2,1	2,0
II	107,7	2,6	8,8	3,2	3,4	2,6	2,4	2,0
III	108,4	2,5	6,3	2,8	3,1	1,7	1,4	3,2
Productividad del trabajo ²⁾								
2000	100,0	1,3	1,4	3,5	0,6	2,0	-1,5	0,9
2001	100,2	0,2	-0,2	0,1	-1,0	1,8	-1,0	0,3
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	-0,3	0,6	-1,2	0,1
2003	100,8	0,3	-1,2	1,9	-0,5	0,0	-0,4	0,0
2002 IV	100,8	0,8	-0,1	3,3	-0,6	1,4	-1,0	0,1
2003 I	100,7	0,6	0,1	2,6	-1,4	0,7	-0,6	-0,1
II	100,5	0,0	-1,2	0,9	-0,5	0,0	-0,6	-0,3
III	100,9	0,1	-2,7	1,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
IV	101,1	0,4	-0,9	2,6	0,2	-0,7	-0,4	0,4

5. Deflatores del producto interior bruto

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

Fuentes: cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

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

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

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ¹⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
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	6.842,6	6.729,1	3.921,5	1.371,3	1.443,7	-7,4	113,5	2.564,6	2.451,2
2002	7.073,3	6.891,6	4.032,9	1.441,0	1.430,5	-12,8	181,7	2.595,4	2.413,7
2003	7.254,0	7.093,7	4.149,4	1.501,3	1.434,9	8,1	160,4	2.582,4	2.422,0
2002 IV	1.785,3	1.741,4	1.020,4	365,3	359,6	-3,9	43,9	656,4	612,5
2003 I	1.794,3	1.760,1	1.031,3	368,8	357,4	2,6	34,2	646,5	612,4
II	1.802,2	1.765,9	1.032,7	373,1	357,5	2,7	36,2	635,1	598,8
III	1.822,3	1.773,1	1.039,5	379,1	358,0	-3,5	49,2	648,8	599,6
IV	1.835,3	1.794,5	1.045,9	380,3	362,0	6,3	40,7	652,0	611,2
<i>En porcentaje del PIB</i>									
2003	100,0	97,8	57,2	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>Tasas de variación intertrimestrales</i>									
2002 IV	0,0	0,3	0,3	0,1	0,3	-	-	-0,4	0,3
2003 I	0,0	0,4	0,4	0,5	-0,9	-	-	-1,5	-0,6
II	-0,1	0,1	0,0	0,6	-0,4	-	-	-0,9	-0,4
III	0,4	-0,2	0,2	0,6	-0,2	-	-	2,3	0,8
IV	0,3	1,0	0,1	0,6	0,6	-	-	0,2	2,1
<i>Tasas de variación interanuales</i>									
2000	3,5	2,9	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,7	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,9	0,3	0,1	2,9	-2,8	-	-	1,5	-0,1
2003	0,4	1,0	1,0	1,9	-1,2	-	-	0,0	1,5
2002 IV	1,1	0,9	0,6	2,2	-1,6	-	-	3,6	3,3
2003 I	0,7	1,3	1,3	1,9	-1,9	-	-	1,9	3,6
II	0,1	1,0	1,0	1,7	-0,8	-	-	-1,5	0,8
III	0,3	0,5	0,9	1,8	-1,2	-	-	-0,5	0,0
IV	0,6	1,3	0,7	2,3	-0,8	-	-	0,1	1,8
<i>Contribuciones a las tasas de variación interanuales del PIB en puntos porcentuales</i>									
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,0	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,0	0,6	-0,6	0,2	0,6	-	-
2003	0,4	1,0	0,5	0,4	-0,2	0,3	-0,6	-	-
2002 IV	1,1	0,9	0,3	0,4	-0,3	0,5	0,2	-	-
2003 I	0,7	1,2	0,7	0,4	-0,4	0,5	-0,5	-	-
II	0,1	1,0	0,5	0,3	-0,2	0,2	-0,8	-	-
III	0,3	0,5	0,5	0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-	-
IV	0,6	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,5	-0,6	-	-

Fuente: Eurostat.

1) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no son totalmente homogéneos con el cuadro 7.3.1.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Consumo intermedio de SIFMI ¹⁾	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2000	6.087,6	145,8	1.369,1	337,0	1.281,2	1.655,0	1.299,6	212,6	701,1
2001	6.351,7	151,2	1.409,0	351,3	1.350,7	1.729,9	1.359,6	222,1	712,9
2002	6.561,7	149,4	1.425,7	362,7	1.386,6	1.810,2	1.427,0	226,5	738,1
2003	6.724,1	152,6	1.437,0	373,4	1.413,1	1.866,5	1.481,5	231,8	761,7
2002 IV	1.654,9	37,2	357,1	91,5	349,9	457,3	361,9	57,3	187,7
2003 I	1.663,1	37,4	359,4	91,7	348,9	460,5	365,3	57,4	188,6
II	1.670,4	37,9	355,1	92,7	352,4	464,1	368,2	58,0	189,8
III	1.691,3	38,6	360,0	93,7	355,7	469,5	373,9	58,3	189,2
IV	1.699,3	38,8	362,6	95,3	356,2	472,5	374,0	58,1	194,0
<i>En porcentaje del valor añadido</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
<i>Precios constantes (mm de ECU a precios de 1995, datos desestacionalizados)</i>									
<i>Tasas de variación intertrimestrales</i>									
2002 IV	0,0	-1,4	-0,6	0,0	0,1	0,2	0,3	0,7	0,5
2003 I	0,0	-1,2	0,3	-0,6	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4
II	-0,1	-1,0	-0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
III	0,5	-0,7	0,5	0,0	0,8	0,6	0,3	1,7	0,1
IV	0,3	1,1	0,7	0,1	-0,3	0,1	0,5	-0,5	0,5
<i>Tasas de variación interanuales</i>									
2000	3,8	-0,3	4,0	2,5	5,2	4,3	2,5	7,1	1,8
2001	1,9	-1,2	0,5	-0,6	3,3	2,8	1,7	4,6	0,2
2002	0,9	0,6	0,2	-1,1	1,0	1,2	2,0	0,1	-0,2
2003	0,4	-3,1	-0,1	-0,8	0,5	0,8	1,2	1,7	0,8
2002 IV	1,1	-2,4	1,4	-1,5	1,3	0,9	1,9	0,5	0,8
2003 I	0,7	-2,7	0,7	-2,0	0,7	1,0	1,4	1,4	1,1
II	0,1	-3,7	-1,0	-0,4	0,3	0,5	1,1	1,9	1,5
III	0,4	-4,3	-0,6	-0,4	0,7	1,0	1,0	2,4	0,4
IV	0,6	-1,9	0,7	-0,4	0,3	0,9	1,2	1,2	0,4
<i>Contribuciones a las tasas de variación interanuales del valor añadido en puntos porcentuales</i>									
2000	3,8	0,0	0,9	0,1	1,1	1,1	0,5	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,4	-	-
2002	0,9	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	-	-
2003	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
2002 IV	1,1	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,4	-	-
2003 I	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	-	-
II	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-	-
III	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
IV	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-

Fuente: Eurostat.

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

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	Industria manufacturera
	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,8	100,1	5,2	5,4	6,2	8,1	1,8	6,1	0,9	1,9	2,4	5,5
2001	0,4	100,5	0,4	0,2	-0,5	1,6	0,3	-2,1	0,8	1,4	0,7	0,3
2002	-0,5	99,9	-0,5	-0,8	0,0	-1,5	-0,5	-5,7	0,5	1,0	0,6	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	0,0	0,5	0,1	-0,7	-4,9	0,0	3,0	0,0	0,1
2002 IV	0,8	99,8	1,3	1,4	2,8	1,2	0,5	-4,3	1,4	-0,4	-1,0	1,5
2003 I	0,5	100,1	0,8	0,3	1,1	0,8	-1,3	-6,0	-0,3	4,6	-1,9	0,5
II	-0,5	99,7	-0,8	-1,4	-0,6	-1,8	-1,7	-6,8	-0,8	2,1	0,8	-1,3
III	-0,3	100,3	-0,2	-0,6	-0,4	-1,2	0,1	-4,5	0,7	2,3	0,4	-0,5
IV	1,1	101,2	1,5	1,5	1,9	2,2	0,0	-2,2	0,4	2,8	0,5	1,6
2003 Ago	-0,7	100,2	-0,2	-1,1	0,8	-3,5	-0,2	-6,0	0,6	3,8	-0,3	-1,0
Sep	-1,0	99,8	-1,1	-1,3	-1,9	-1,6	-0,7	-5,3	-0,1	1,3	-0,6	-1,1
Oct	0,7	101,2	1,4	1,2	1,6	1,6	-0,3	-2,3	0,1	3,6	-1,2	1,3
Nov	0,5	101,1	1,0	1,2	1,3	2,1	-0,7	-3,6	-0,2	2,8	-2,1	1,3
Dic	2,3	101,3	2,2	2,1	2,9	3,0	1,1	-0,2	1,3	2,2	5,5	2,4
2004 Ene	.	101,0	0,9	1,0	1,6	0,6	0,1	0,1	0,2	1,5	.	1,0
<i>Tasas de variación intermensuales (d.)</i>												
2003 Ago	-0,9	-	-0,5	-0,7	0,3	-1,8	-0,7	-3,0	-0,4	1,0	-2,4	-0,7
Sep	-0,1	-	-0,4	-0,2	-1,1	0,4	-0,3	1,2	-0,5	-2,6	0,5	-0,3
Oct	0,9	-	1,4	1,4	1,6	1,9	0,2	1,1	0,3	3,1	-0,4	1,4
Nov	0,0	-	0,0	0,4	0,4	0,6	-0,1	-0,5	0,1	-3,2	0,0	0,3
Dic	0,5	-	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,5	0,1	0,3	0,7	5,1	0,0
2004 Ene	.	-	-0,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,5	0,6	-0,4	1,1	.	-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 ²⁾	Total
	Total (índice 2000 = 100)	Total	Total (índice 2000 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
						Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	100,0	2,2	1,7	1,9	1,2	4,2	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,8	1,8	1,9	1,6	0,9	-0,2	968	-0,8
2002	106,1	1,9	101,8	0,0	0,9	-0,4	-2,0	-1,8	925	-4,4
2003	107,7	1,5	102,0	0,2	1,3	-0,6	-3,2	-0,3	912	-1,4
2002 IV	106,9	1,8	102,1	0,1	1,7	-0,7	-1,6	-2,3	948	0,2
2003 I	107,6	2,5	102,2	0,9	2,3	0,4	-2,0	0,1	898	-2,6
II	107,5	1,7	102,1	0,8	1,6	-0,3	-2,0	0,1	898	-1,8
III	107,7	1,0	102,0	-0,4	1,3	-1,7	-5,0	-1,0	928	1,5
IV	107,9	1,0	101,7	-0,3	0,0	-0,7	-3,6	-0,2	925	-2,4
2003 Sep	107,9	1,2	102,1	0,3	1,8	-1,0	-4,4	0,0	938	1,9
Oct	108,5	1,2	103,0	0,7	1,0	-0,2	-1,4	0,2	927	-0,2
Nov	107,7	1,0	101,0	-1,5	-1,6	-1,3	-5,4	-1,0	932	0,0
Dic	107,6	0,7	101,2	-0,1	0,6	-0,4	-4,1	0,1	916	-7,4
2004 Ene	109,3	1,7	103,5	0,5	1,7	-0,2	.	.	904	1,1
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	916	2,5

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

1) En el año 2000.

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (índice 2000 = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ⁴⁾	Indicador de confianza de los consumidores ³⁾				
		Indicador confianza industrial					Total ⁵⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2000	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
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	-26	11	4	81,0	-17	-4	-20	38	-8
IV	95,7	-7	-21	9	8	81,0	-16	-5	-17	34	-9
2004 I	96,0	-7	-21	10	10	.	-14	-4	-13	30	-9
2003 Oct	95,6	-8	-22	10	8	81,2	-17	-5	-18	36	-9
Nov	96,0	-6	-21	8	10	-	-15	-4	-16	33	-8
Dic	95,6	-8	-21	10	7	-	-16	-5	-16	32	-10
2004 Ene	96,0	-6	-20	9	10	80,7	-15	-5	-14	31	-9
Feb	95,9	-7	-21	10	11	-	-14	-4	-12	30	-9
Mar	96,0	-7	-21	10	10	-	-14	-4	-13	30	-9

	Indicador confianza de la construcción			Indicador confianza comercio al por menor				Indicador confianza de los servicios			
	Total ⁵⁾	Cartera de pedidos	Expectativas creación de empleo	Total ⁵⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁵⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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
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	5	11	15
2004 I	-20	-29	-10	-10	-16	15	0	11	6	6	20
2003 Oct	-22	-29	-14	-9	-16	12	0	9	3	9	15
Nov	-20	-27	-13	-10	-13	16	-1	11	6	11	16
Dic	-19	-28	-9	-13	-17	16	-5	11	7	12	15
2004 Ene	-19	-28	-10	-10	-16	16	1	10	5	8	18
Feb	-21	-32	-9	-11	-16	14	-3	11	7	6	21
Mar	-19	-27	-10	-10	-17	14	1	11	5	5	22

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) Debido a las modificaciones en el cuestionario que se utiliza en la encuesta francesa, los resultados de la zona del euro a partir de enero del 2004 no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales. Los resultados para enero del 2004 no incluyen Francia, debido a que se han introducido modificaciones en el cuestionario de la encuesta francesa y, por consiguiente, no son plenamente comparables con resultados anteriores.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo¹⁾

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera, y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	19,2	7,1	25,1	14,4	29,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,409	2,2	2,5	0,7	-1,6	0,5	2,0	3,1	5,9	1,6
2001	133,238	1,4	1,6	0,2	-0,8	0,4	0,6	1,6	3,8	1,4
2002	133,943	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,159	0,2	0,2	0,1	-1,9	-1,9	-0,2	0,5	1,3	1,1
2002 IV	133,887	0,2	0,3	-0,1	-2,2	-1,9	-0,8	-0,3	1,9	1,9
2003 I	133,928	0,1	0,1	0,0	-2,7	-1,9	-0,6	-0,2	1,6	1,5
II	134,089	0,2	0,2	0,3	-2,3	-1,9	0,3	0,4	1,2	1,3
III	134,107	0,2	0,2	0,2	-1,8	-2,0	-0,1	0,8	1,1	0,9
IV	134,180	0,2	0,2	0,0	-0,9	-1,9	-0,3	1,0	1,2	0,7
<i>Tasas de variación intertrimestrales (d.)</i>										
2002 IV	0,019	0,0	0,0	0,1	-0,7	-0,6	-0,1	0,0	0,4	0,4
2003 I	0,041	0,0	0,0	0,1	-0,9	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,3
II	0,161	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
III	0,018	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,7	0,4	0,3	0,0
IV	0,073	0,1	0,0	0,4	0,0	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,2

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por edad ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		78,4		21,6		49,9		50,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,604	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	12,283	8,8	9,624	7,7	2,659	16,8	6,134	7,7	6,149	10,1
2002 IV	11,966	8,6	9,343	7,6	2,623	16,4	5,943	7,5	6,023	10,0
2003 I	12,201	8,7	9,525	7,7	2,676	16,8	6,079	7,7	6,122	10,1
II	12,306	8,8	9,635	7,8	2,672	16,8	6,137	7,7	6,170	10,2
III	12,310	8,8	9,662	7,8	2,648	16,7	6,148	7,7	6,162	10,1
IV	12,317	8,8	9,697	7,8	2,620	16,7	6,170	7,8	6,148	10,1
2003 Ago	12,310	8,8	9,662	7,8	2,648	16,7	6,147	7,7	6,163	10,1
Sep	12,315	8,8	9,677	7,8	2,637	16,7	6,161	7,7	6,154	10,1
Oct	12,320	8,8	9,694	7,8	2,626	16,7	6,171	7,8	6,149	10,1
Nov	12,318	8,8	9,700	7,8	2,618	16,7	6,170	7,8	6,148	10,1
Dic	12,314	8,8	9,698	7,8	2,617	16,7	6,167	7,8	6,147	10,1
2004 Ene	12,321	8,8	9,704	7,8	2,618	16,7	6,171	7,8	6,151	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/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ³⁾	
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 euro²⁾ - empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ⁴⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1994	52,7	48,3	11,3	4,9	5,5	26,5	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 euro²⁾ - déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁵⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 (+)⁶⁾

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

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 Deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - deuda de las AAPP por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ⁴⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ³⁾			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 euro²⁾ - deuda de las AAPP por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁵⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda		Otras monedas
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre 1 y 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes ⁶⁾	Moneda no nacional	
1993	67,3	55,2	5,2	6,3	0,6	11,9	55,4	6,6	18,4	24,4	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
2000	109,1	60,2	106,2	61,2	57,2	38,4	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	106,9	57,5	56,8	36,1	110,6	5,5	52,9	67,1	55,6	43,9
2002	105,8	60,8	104,7	54,6	58,6	32,3	108,0	5,7	52,6	66,6	58,1	42,6
2003	100,5	64,2	102,4	50,8	63,0	32,0	106,2	4,9	54,8	65,0	59,4	45,3

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

- 1) 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 deuda¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro²⁾ - variaciones en la deuda de las AAPP por origen, instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Origen de la variación				Instrumento financiero				Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ³⁾	Efectos de valoración ⁴⁾	Otras variaciones en volumen ⁵⁾	Efecto agregación ⁶⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁷⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁸⁾
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 euro²⁾ - ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ³⁾	Ajuste entre déficit y deuda ¹⁰⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ¹²⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Préstamos	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2003	28,5	109,6	17,9	-44,8	-54,2	11,3	39,8	-70,9	-19,5	10,8	-12,9	-78,0	28,7	31,1
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
IV	19,7	32,2	6,6	-6,3	-12,8	4,9	24,6	-3,9	-9,8	14,7	-4,4	-17,5	13,1	-20,6
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	4,7	8,9	1,5	0,6	-6,3	1,3	6,0	-3,5	0,9	-2,3	0,5	-8,0	5,5	-2,5
Dic	5,7	8,8	2,5	-2,3	-3,3	2,5	8,2	3,9	-0,1	-9,6	-6,8	13,1	7,3	-12,2
2004 Ene	-5,3	4,2	-1,2	-9,6	1,4	0,4	-4,9	-24,6	-11,0	-11,5	-0,6	1,7	-3,2	29,5
	<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2004 Ene	28,4	112,3	17,2	-45,1	-56,0	9,6	38,0	-83,3	-28,2	-0,1	-12,0	-66,9	23,9	45,3

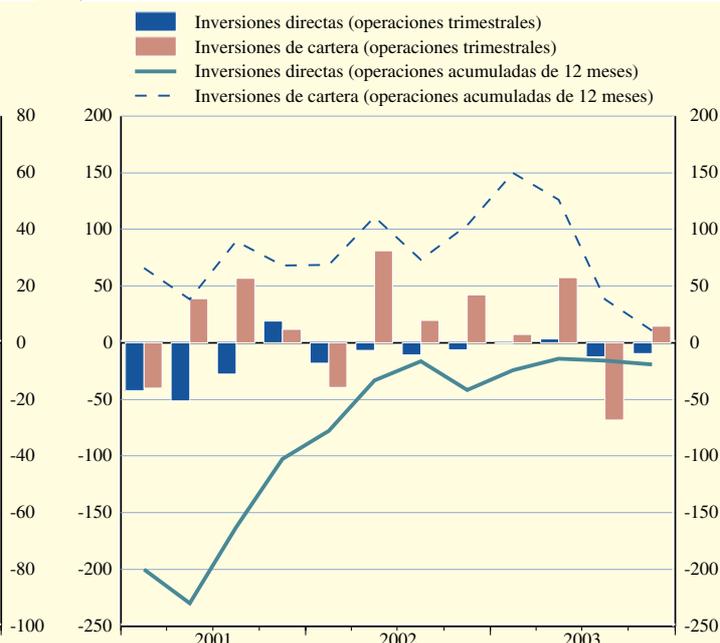
C27 Cuenta corriente

(mm de euros)



C28 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

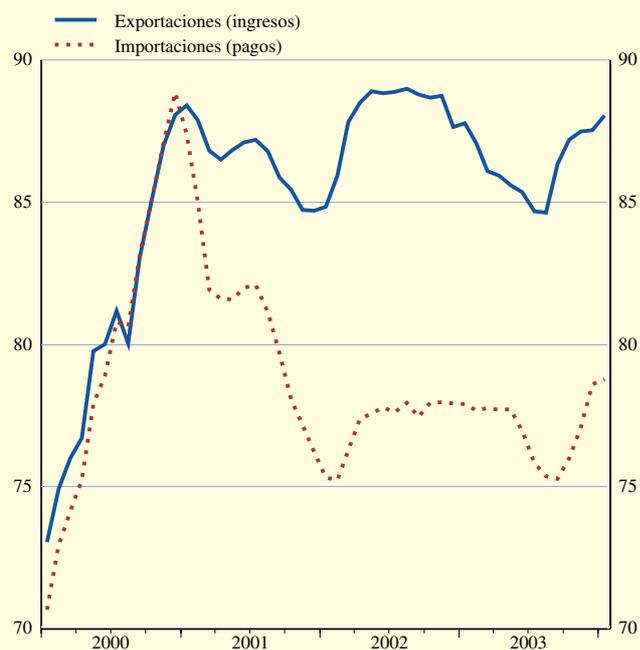
2. Cuenta corriente

(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 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
IV	419,5	406,2	13,2	262,6	235,8	81,1	74,4	54,7	64,7	21,0	31,3
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	139,1	137,0	2,1	86,7	79,1	27,0	25,3	18,8	20,2	6,6	12,3
Dic	140,6	137,3	3,2	87,8	79,7	26,6	24,5	18,1	22,2	8,0	10,9
2004 Ene	141,4	138,9	2,5	89,7	77,5	26,7	25,5	17,8	23,1	7,1	12,7

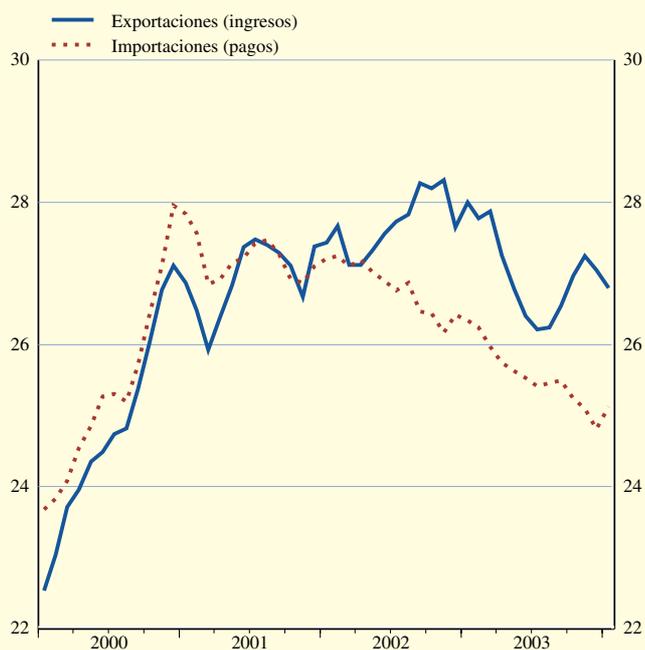
C29 Bienes

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



C30 Servicios

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



Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

3. Cuenta corriente y cuenta de capital

	Cuenta corriente										Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		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
2003	1.668,1	1.639,6	28,5	1.036,4	926,8	323,4	305,6	226,7	271,5	81,5	135,8	20,4	9,1
2002 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
IV	431,7	412,0	19,7	273,0	240,8	82,7	76,1	57,2	63,5	18,9	31,7	6,7	1,8
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	135,0	130,3	4,7	87,3	78,4	25,0	23,5	17,1	16,4	5,7	12,0	1,8	0,5
Dic	148,1	142,4	5,7	87,7	78,8	29,0	26,5	23,0	25,3	8,5	11,8	3,4	0,9
2004 Ene	139,3	144,6	-5,3	81,6	77,4	23,5	24,7	16,7	26,3	17,6	16,2	0,8	0,4

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
2003	-131,5	-93,7	2,0	-95,7	-37,8	-0,3	-37,5	112,0	100,7	2,8	97,9	11,3	-0,6	11,9
2002 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
IV	-28,6	-17,9	-0,4	-17,6	-10,7	0,0	-10,7	18,9	26,3	-0,5	26,8	-7,4	-0,1	-7,3
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	-3,7	1,3	-4,0	5,3	-5,0	0,0	-4,9	4,6	5,2	0,0	5,2	-0,6	-0,1	-0,5
Dic	-13,1	-12,5	1,6	-14,1	-0,6	0,0	-0,6	13,0	15,8	-0,4	16,2	-2,8	-0,1	-2,7
2004 Ene	-8,0	-3,5	-0,8	-2,7	-4,5	0,0	-4,5	-2,9	6,2	0,1	6,1	-9,2	0,0	-9,2

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
2003	-294,2	305,0	-75,7	113,6	-218,6	-171,8	-46,8	191,5	195,2	-3,7
2002 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
IV	-76,6	91,3	-30,0	59,1	-46,6	-23,1	-23,5	32,2	40,5	-8,3
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	-26,5	24,2	-5,5	14,4	-21,0	-15,0	-6,0	9,7	9,6	0,1
Dic	-15,9	6,2	-10,1	17,1	-5,8	2,3	-8,1	-10,8	13,2	-24,0
2004 Ene	-48,3	36,8	-14,2	-1,4	-34,1	-16,8	-17,2	38,2	21,7	16,5

Fuente: BCE.

7.1 Balanza de pagos

(mm de euros; operaciones)

7. Inversiones de cartera: activos por instrumento y sector

	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
						Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
	Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM			Eurosistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-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
2003	-0,3	-14,0	-61,3	.	.	-1,9	-65,2	-104,6	.	.	-0,2	-25,3	-21,3	.	.
2002 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
IV	0,0	-4,8	-25,1	.	.	0,1	-7,9	-15,2	.	.	-0,1	-15,6	-7,9	.	.
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	-6,9	-	-	0,0	-8,9	-6,1	-	-	-0,1	-2,7	-3,2	-	-
Dic	0,0	-1,3	-8,8	-	-	0,0	3,3	-1,0	-	-	0,0	-7,6	-0,5	-	-
2004 Ene	0,0	-1,4	-12,8	-	-	0,0	-11,3	-5,6	-	-	0,1	-16,6	-0,8	-	-

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
2003	-224,8	146,8	-0,7	-3,1	-0,9	-4,0	-151,8	134,7	-62,7	69,3	-89,1	65,4	-71,3	19,3
2002 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
IV	-71,5	53,9	-0,8	-4,0	3,2	-4,3	-70,9	55,0	-23,0	30,5	-47,8	24,5	-3,0	7,2
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	0,5	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	-36,5	28,5	0,4	-3,9	0,9	1,6	-36,2	29,9	-7,1	8,2	-29,1	21,7	-1,6	0,9
Dic	13,0	0,2	-0,9	0,2	0,6	-4,0	5,1	0,5	-7,5	15,3	12,7	-14,8	8,1	3,4
2004 Ene	-66,4	68,1	-0,2	1,4	-1,4	-4,9	-61,6	75,4	-3,3	-2,2	-58,3	77,6	-3,2	-3,9

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

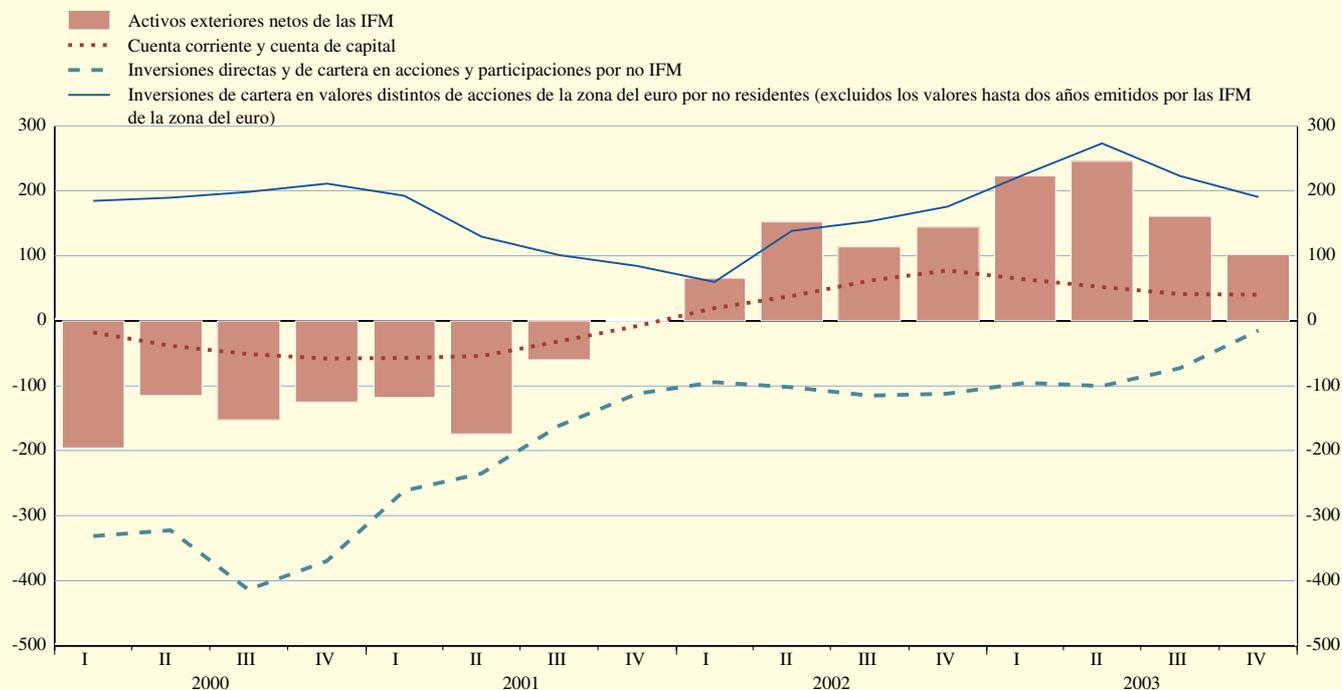
(mm de euros; operaciones)

Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3

	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	Pro Memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no resid. en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				
					No IFM	Acciones y particip. ¹⁾						
				7			8	9				
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
2003	39,8	-133,1	112,6	-187,2	118,4	190,5	-72,3	15,2	-12,9	31,1	102,2	94,4
2002 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	32,7
II	-5,4	-42,1	40,4	-77,3	32,9	133,2	-20,5	0,0	-1,5	38,4	98,1	96,3
III	16,2	-28,2	17,5	-50,3	23,5	-7,3	-3,3	-5,8	-4,5	-7,3	-49,4	-50,7
IV	24,6	-28,3	18,9	-48,2	55,2	18,9	0,2	2,9	-4,4	-20,6	19,1	16,2

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.)				Pro memoria: Manufacturas	Importaciones (c.i.f.)				Pro memoria:	
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			8		Total			12	13	
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	21,7	29,4	1.001,1	480,1	217,4	261,4	874,7	1.023,8	589,4	183,0	220,8	744,8	122,5
2001	6,1	-0,9	1.063,6	492,7	236,6	287,8	932,1	1.012,5	576,1	178,4	226,5	738,6	107,9
2002	2,1	-2,7	1.085,5	513,1	228,2	309,9	948,9	985,3	559,7	163,6	234,5	717,4	105,1
2003	-2,8	-0,4	1.056,5	495,9	219,3	297,2	915,6	983,1	547,3	159,8	237,4	707,6	107,9
2002 III	3,8	-1,4	272,1	127,7	57,4	78,5	237,9	245,7	139,3	41,7	58,2	180,5	26,4
IV	2,3	2,5	269,6	127,7	56,8	76,9	235,1	247,1	139,7	40,8	59,4	178,1	27,6
2003 I	-1,1	3,4	266,3	125,7	54,8	75,2	230,4	250,3	143,2	41,0	58,5	177,5	29,9
II	-5,9	-3,0	259,5	122,9	53,2	72,8	225,5	244,1	134,4	39,3	59,6	177,0	25,5
III	-2,6	-2,0	264,6	124,6	55,9	74,5	230,0	241,4	134,3	38,7	59,0	174,8	26,3
IV	-1,3	0,2	266,1	122,7	55,4	74,6	229,8	247,3	135,5	40,8	60,3	178,3	26,1
2003 Ago	-5,9	-5,4	88,5	42,2	17,9	24,9	76,8	81,1	45,0	12,9	19,7	57,5	8,8
Sep	1,5	1,9	88,9	41,8	19,3	25,1	77,7	80,4	45,4	12,7	19,7	58,6	8,9
Oct	-1,9	-2,1	88,9	40,3	18,2	25,2	76,7	81,3	43,9	13,7	20,2	59,6	8,2
Nov	-5,7	-2,4	88,1	41,1	18,2	24,8	76,5	83,3	45,4	13,9	20,1	59,3	8,6
Dic	4,2	5,6	89,1	41,4	18,9	24,6	76,6	82,7	46,1	13,2	20,0	59,4	9,3
2004 Ene	-3,3	-6,4	89,4	41,5	18,9	24,4	76,6	81,8	45,3	13,1	19,9	59,4	8,3
En términos reales (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	12,4	6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2001	5,1	-1,0	105,3	102,0	108,6	108,1	105,6	98,8	99,1	96,0	99,9	97,6	98,9
2002	3,0	-0,2	108,4	107,9	105,3	116,1	108,4	98,6	99,4	90,3	104,6	96,6	100,8
2003	.	2,8	.	107,3	105,1	.	108,1	101,5	99,5	93,7	109,2	99,2	.
2002 III	6,0	2,3	109,3	108,0	106,7	118,5	109,3	99,0	99,3	93,2	104,7	98,0	102,2
IV	3,5	2,0	108,3	107,6	105,7	115,9	108,3	99,0	98,6	91,6	106,9	97,1	101,2
2003 I	1,6	3,6	108,2	107,3	103,8	115,2	107,5	100,5	99,9	95,0	106,8	98,1	97,2
II	-2,4	2,0	107,1	106,3	102,4	112,3	106,4	102,1	99,7	92,7	109,6	99,3	103,4
III	0,4	1,3	109,6	108,6	107,8	115,0	109,1	100,5	99,2	90,8	108,2	98,3	107,0
IV	.	4,1	.	106,9	106,5	.	109,4	103,0	99,2	96,2	112,1	101,0	.
2003 Ago	-2,9	-2,4	110,2	110,1	104,0	115,7	109,5	101,3	99,4	90,9	108,6	97,1	104,1
Sep	4,5	4,4	110,2	109,1	111,9	116,2	110,5	99,6	99,8	88,6	107,3	98,0	108,3
Oct	1,6	1,6	110,7	104,9	105,2	116,9	109,7	101,6	97,2	96,2	111,1	100,5	97,2
Nov	-2,8	0,8	109,4	107,4	105,8	114,6	109,3	103,4	99,0	98,0	111,7	100,4	99,8
Dic	.	10,5	.	108,4	108,5	.	109,3	104,0	101,4	94,4	113,6	102,0	.
2004 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores unitarios (2000=100; tasas de variación interanuales para las columnas 1 y 2)													
2000	8,3	22,0	99,9	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,7	100,2	101,9	100,9	100,2	98,7	101,5	102,7	101,6	89,1
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,7	102,1	100,0	97,6	95,7	99,0	101,6	99,8	85,2
2003	.	-3,1	.	96,3	95,9	.	96,8	94,7	93,4	93,2	98,5	95,9	.
2002 III	-2,0	-3,6	99,5	98,5	99,0	101,4	99,5	97,1	95,3	97,9	100,7	98,9	84,5
IV	-1,1	0,4	99,5	98,9	98,8	101,5	99,3	97,6	96,3	97,3	100,7	98,5	89,0
2003 I	-2,7	-0,2	98,3	97,6	97,2	99,9	98,0	97,4	97,3	94,3	99,3	97,2	100,5
II	-3,6	-5,0	96,9	96,3	95,5	99,2	96,9	93,5	91,7	92,8	98,5	95,7	80,5
III	-3,0	-3,3	96,5	95,7	95,4	99,1	96,4	93,9	92,0	93,2	98,8	95,6	80,3
IV	.	-3,7	.	95,7	95,7	.	96,0	93,9	92,8	92,7	97,4	94,9	.
2003 Ago	-3,1	-3,1	96,3	95,8	94,9	98,9	96,2	93,9	92,2	92,9	98,4	95,4	82,3
Sep	-2,8	-2,4	96,7	95,8	95,1	99,3	96,4	94,7	92,6	94,1	99,7	96,3	80,1
Oct	-3,4	-3,7	96,2	95,9	95,6	99,0	95,9	94,0	92,1	93,2	98,9	95,6	82,8
Nov	-3,0	-3,1	96,5	95,7	95,0	99,2	96,0	94,5	93,5	93,1	97,9	95,2	84,4
Dic	.	-4,4	.	95,5	96,3	.	96,1	93,3	92,7	91,7	95,5	93,8	.
2004 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.3 Comercio exterior de bienes

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

2. Detalle por área geográfica

	Total	Reino Unido	Suecia	Dinamarca	Países adherentes	Suiza	Estados Unidos	Japón	Asia excluido Japón	Africa	América Latina	Otros países
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Exportaciones (f.o.b)												
2000	1.001,1	189,2	39,2	23,6	97,2	63,9	173,2	34,3	153,7	56,5	47,1	126,2
2001	1.063,6	202,1	37,0	24,3	105,9	66,4	180,1	34,5	165,5	60,4	49,9	135,5
2002	1.085,5	205,9	37,1	25,3	112,1	64,0	184,2	33,1	170,4	59,4	43,4	148,5
2003	1.056,5	192,7	38,3	24,8	117,0	63,1	167,1	31,1	170,3	59,2	37,9	.
2002 III	272,1	51,4	9,2	6,3	28,2	16,3	46,0	8,4	43,3	15,0	10,5	37,7
IV	269,6	49,9	9,4	6,4	28,3	15,6	45,3	8,3	42,6	14,4	10,5	37,7
2003 I	266,3	48,7	9,6	6,4	28,4	16,5	43,3	7,8	42,2	14,5	10,3	37,9
II	259,5	46,9	9,5	6,1	29,2	15,6	41,3	7,6	41,6	14,5	9,6	37,8
III	264,6	48,1	9,6	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,6	15,2	9,1	39,4
IV	266,1	49,0	9,7	6,1	29,2	15,7	40,8	8,0	42,9	15,0	8,9	.
2003 Ago	88,5	16,0	3,2	2,2	10,3	5,1	13,9	2,5	14,7	4,8	2,9	12,7
Sep	88,9	16,1	3,2	2,1	9,9	5,0	14,3	2,6	15,1	5,2	3,3	13,4
Oct	88,9	16,1	3,2	2,0	9,8	5,2	13,6	2,7	14,4	5,2	2,9	13,2
Nov	88,1	16,0	3,2	2,0	9,5	5,4	13,4	2,6	14,4	4,8	3,1	.
Dic	89,1	16,9	3,2	2,0	9,9	5,2	13,9	2,7	14,1	5,0	2,9	.
2004 Ene	89,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
En porcentaje del total de exportaciones												
2003	100,0	18,2	3,6	2,4	11,1	6,0	15,8	2,9	16,1	5,6	3,6	.
Importaciones (c.i.f.)												
2000	1.023,8	159,4	38,9	22,2	78,8	50,8	143,6	67,5	217,4	73,7	40,3	133,4
2001	1.012,5	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	204,7	67,8	39,4	140,2
2003	983,1	136,5	36,3	22,8	102,0	50,6	110,8	52,0	214,9	68,7	39,3	.
2002 III	245,7	37,1	9,0	5,8	23,5	13,2	31,0	13,4	51,6	16,4	9,8	34,6
IV	247,1	35,9	9,1	5,9	23,9	12,8	30,4	13,4	52,7	16,8	9,7	35,9
2003 I	250,3	35,0	9,1	5,9	24,8	13,2	28,0	13,4	53,2	18,4	9,8	38,3
II	244,1	33,9	9,1	5,7	25,1	12,6	28,2	13,1	53,7	16,9	9,7	36,4
III	241,4	33,7	9,0	5,6	25,1	12,5	27,7	12,5	53,6	16,8	9,7	36,2
IV	247,3	34,0	9,1	5,7	27,0	12,3	26,9	12,9	54,5	16,6	10,2	.
2003 Ago	81,1	11,5	3,0	1,9	7,9	4,2	9,1	4,2	17,6	5,3	3,2	12,1
Sep	80,4	11,0	3,0	1,9	8,5	4,1	9,3	4,1	18,2	5,7	3,2	12,4
Oct	81,3	11,3	3,0	1,9	8,8	4,1	9,1	4,2	18,2	5,5	3,3	12,2
Nov	83,3	11,3	3,1	1,9	9,0	4,1	9,1	4,3	18,0	5,5	3,5	.
Dic	82,7	11,4	3,0	1,9	9,2	4,1	8,7	4,5	18,3	5,6	3,5	.
2004 Ene	81,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
En porcentaje del total de importaciones												
2003	100,0	13,9	3,7	2,3	10,4	5,1	11,3	5,3	21,9	7,0	4,0	.
Saldo												
2000	-22,8	29,8	0,3	1,5	18,4	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	-4,9
2002	100,3	56,1	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,7	-34,2	-8,4	4,0	8,4
2003	73,4	56,1	1,9	2,0	15,0	12,6	56,3	-21,0	-44,6	-9,5	-1,4	.
2002 III	26,4	14,3	0,2	0,5	4,7	3,1	15,1	-5,0	-8,2	-1,4	0,7	3,1
IV	22,5	14,0	0,3	0,6	4,4	2,8	14,9	-5,1	-10,2	-2,4	0,7	1,8
2003 I	15,9	13,6	0,5	0,5	3,6	3,3	15,3	-5,6	-11,0	-4,0	0,5	-0,4
II	15,4	13,0	0,4	0,4	4,1	3,0	13,1	-5,6	-12,0	-2,3	-0,1	1,4
III	23,2	14,4	0,5	0,7	5,1	2,8	13,9	-4,8	-10,0	-1,6	-0,5	3,2
IV	18,8	15,0	0,6	0,4	2,2	3,4	14,0	-5,0	-11,6	-1,6	-1,3	.
2003 Ago	7,4	4,5	0,1	0,3	2,3	0,9	4,8	-1,6	-2,9	-0,5	-0,3	0,6
Sep	8,5	5,2	0,2	0,2	1,4	0,9	5,1	-1,5	-3,2	-0,5	0,0	1,0
Oct	7,5	4,8	0,2	0,1	1,0	1,0	4,5	-1,5	-3,8	-0,3	-0,4	1,0
Nov	4,9	4,7	0,2	0,1	0,5	1,3	4,3	-1,7	-3,6	-0,7	-0,4	.
Dic	6,4	5,5	0,2	0,1	0,7	1,1	5,2	-1,8	-4,1	-0,6	-0,5	.
2004 Ene	7,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

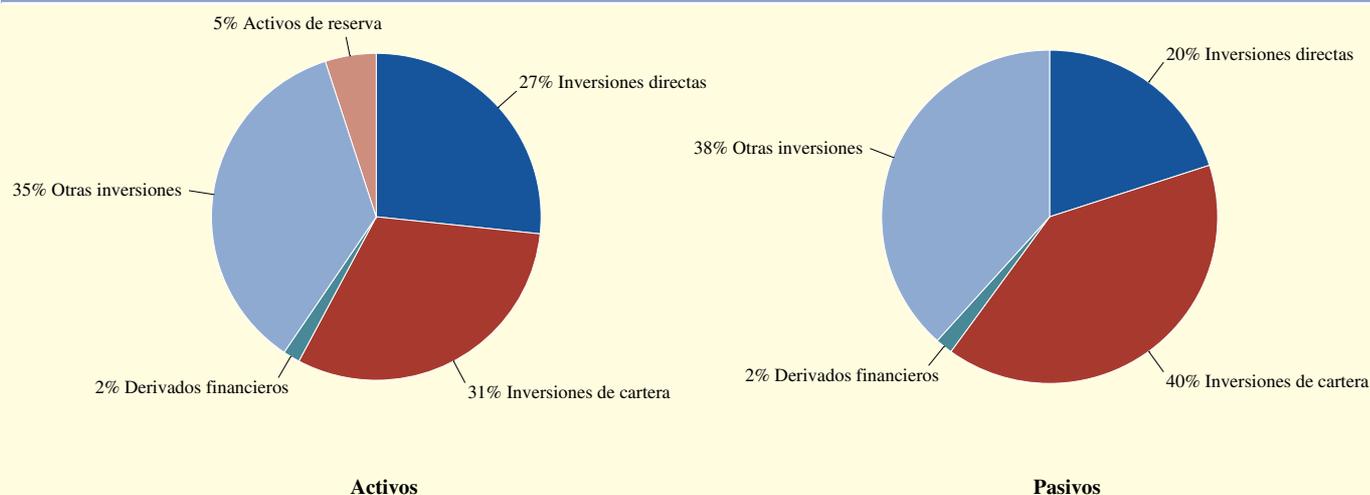
7.4 Posición de inversión internacional

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

1. Posición de inversión internacional: Resumen

	Total 1	Total en porcentaje del PIB 2	Inversiones directas 3	Inversiones de cartera 4	Derivados financieros 5	Otras inversiones 6	Activos de reserva 7
Posición de inversión internacional neta							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Activos: Saldos vivos							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,2	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	MFIs 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	IFM excluido Eurosistema	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
			Total	AAPP	Otros sectores			Total	AAPP	Otros sectores	Euro-sistema	IFM excluido Eurosistema	No IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1

5. Otras inversiones

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

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

Fuente: BCE.

7.5 Reservas internacionales

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

	Activos de reserva													Pro memoria:		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Activos de reserva							Otros activos	Activos	Pasivos	
		En mm de euros	En millones de onzas troy			Total	Efectivo y depósitos		Valores			Derivados financieros		Activos financ. denom. en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera prede-terminados	
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acciones y particip.	Bonos y obligac.					Instrum. del mercado monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			15	16
Eurosistema																
2000 Dic	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 Dic	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 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 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	-17,5
Dic	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Ene	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
Feb	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
de los cuales, depositados en el Banco Central Europeo																
2001 Dic	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 Dic	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 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
2004 Ene	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
Feb	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4

Fuente: BCE.

8

TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivo

(medias del período; índice 1999 I=100)

	Grupo reducido						Grupo amplio	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	87,0	88,4	89,6	88,2	88,4	87,2	90,8	87,7
2002	89,7	92,3	93,1	92,0	92,0	91,5	95,4	91,6
2003	99,9	103,6	103,3	103,4	103,6	103,3	106,8	102,0
2003 I	96,6	99,8	100,3	99,4	99,0	99,6	103,9	99,1
II	101,0	104,7	104,5	104,4	104,7	104,2	107,6	102,8
III	100,2	103,9	103,4	103,9	104,0	103,9	106,7	101,9
IV	101,8	105,9	105,1	106,0	106,6	105,6	109,1	104,3
2004 I	103,9	108,2	107,4	.	.	.	111,5	105,9
2003 Mar	97,6	100,9	101,0	-	-	-	104,8	100,1
Abr	98,3	101,8	101,7	-	-	-	105,0	100,3
May	102,2	105,8	105,7	-	-	-	108,8	103,9
Jun	102,4	106,3	105,9	-	-	-	109,1	104,3
Jul	101,1	104,9	104,5	-	-	-	107,5	102,7
Ago	99,9	103,6	103,1	-	-	-	106,4	101,5
Sep	99,5	103,3	102,6	-	-	-	106,1	101,4
Oct	101,0	104,8	104,0	-	-	-	108,0	103,2
Nov	100,9	104,9	104,2	-	-	-	108,1	103,2
Dic	103,7	108,1	107,0	-	-	-	111,2	106,4
2004 Ene	104,7	109,0	108,1	-	-	-	112,3	106,7
Feb	104,4	108,7	107,9	-	-	-	112,1	106,4
Mar	102,8	107,0	106,2	-	-	-	110,1	104,6
	<i>% de variación sobre mes anterior</i>							
2004 Mar	-1,6	-1,5	-1,5	-	-	-	-1,8	-1,7
	<i>% variación sobre año anterior</i>							
2004 Mar	5,3	6,1	5,2	-	-	-	5,0	4,5

C33 Tipos de cambio efectivo

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

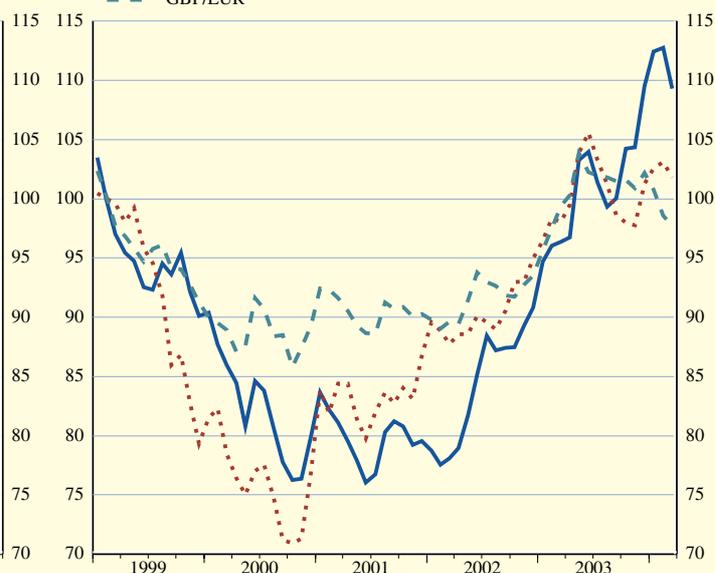
— TCE nominal, grupo reducido
 TCE real deflactado por el IPC, grupo reducido



C34 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I=100)

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



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
2003 I	1,0731	0,66961	127,59	1,4662	9,1822	1.288,92	8,3695	7,4305	1,8724	1,6203	7,5706	1,8095	84,16	1,9537	8,9600
II	1,1372	0,70169	134,74	1,5180	9,1425	1.373,83	8,8692	7,4250	1,9872	1,5889	7,9570	1,7742	84,71	1,9955	8,8217
III	1,1248	0,69888	132,14	1,5451	9,1631	1.321,05	8,7674	7,4309	1,9699	1,5533	8,2472	1,7089	88,40	1,9254	8,3505
IV	1,1890	0,69753	129,45	1,5537	9,0093	1.404,56	9,2219	7,4361	2,0507	1,5659	8,2227	1,6622	89,16	1,9032	8,0159
2004 I	1,2497	0,67987	133,97	1,5686	9,1843	1.464,18	9,7201	7,4495	2,1179	1,6482	8,6310	1,6337	87,22	1,8532	8,4768
2003 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
Feb	1,2646	0,67690	134,78	1,5734	9,1763	1.474,74	9,8314	7,4511	2,1323	1,6817	8,7752	1,6260	86,72	1,8262	8,5555
Mar	1,2262	0,67124	133,13	1,5670	9,2346	1.429,40	9,5547	7,4493	2,0838	1,6314	8,5407	1,6370	87,23	1,8566	8,1326
	% variación sobre mes anterior														
2004 Mar	-3,0	-0,8	-1,2	-0,4	0,6	-3,1	-2,8	0,0	-2,3	-3,0	-2,7	0,7	0,6	1,7	-4,9
	% variación sobre año anterior														
2004 Mar	13,5	-1,7	3,9	6,6	0,1	7,0	13,4	0,3	9,9	2,3	8,9	-8,8	3,5	-4,8	-6,5

	Libra chipriota	Corona checa	Corona estonia	Forint húngaro	Litas lituano	Lats letón	Lira maltesa	Zloty polaco	Tolar esloveno	Corona eslovaca	Lev búlgaro	Leu rumano	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102.425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439.680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694.851
2003 I	0,58001	31,624	15,6466	243,63	3,4527	0,6226	0,4214	4,1892	231,2825	41,786	1,9535	35,593	1.777.952
II	0,58653	31,470	15,6466	250,95	3,4528	0,6452	0,4274	4,3560	232,9990	41,226	1,9467	37,434	1.716.532
III	0,58574	32,168	15,6466	259,65	3,4528	0,6419	0,4268	4,4244	234,8763	41,747	1,9466	37,410	1.569.762
IV	0,58404	32,096	15,6466	259,82	3,4526	0,6528	0,4287	4,6232	236,1407	41,184	1,9494	39,735	1.721.043
2004 I	0,58615	32,860	15,6466	260,00	3,4530	0,6664	0,4283	4,7763	237,6479	40,556	1,9517	40,550	1.665.395
2003 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
Feb	0,58601	32,857	15,6466	263,15	3,4532	0,6698	0,4284	4,8569	237,5123	40,551	1,9535	40,563	1.682.658
Mar	0,58598	32,985	15,6466	253,33	3,4528	0,6596	0,4266	4,7642	238,0683	40,400	1,9465	40,029	1.620.374
	% variación sobre mes anterior												
2004 Mar	0,0	0,4	0,0	-3,7	0,0	-1,5	-0,4	-1,9	0,2	-0,4	-0,4	-1,3	-3,7
	% variación sobre año anterior												
2004 Mar	0,5	3,9	0,0	3,1	0,0	5,5	0,8	9,9	2,7	-3,2	-0,2	11,7	-10,2

Fuente: BCE.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros países europeos

(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Otros miembros de la UE			Países adherentes									
	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	República Checa	Estonia	Chipre	Letonia	Lituania	Hungría	Malta	Polonia	Eslovenia	Eslovaquia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IAPC													
2002	2,4	2,0	1,3	1,4	3,6	2,8	2,0	0,4	5,2	.	1,9	7,5	3,5
2003	2,0	2,3	1,4	-0,1	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	.	0,7	5,7	8,5
2003 II	2,2	2,1	1,3	-0,2	0,8	4,7	2,9	-0,6	3,9	.	0,3	5,7	7,9
III	1,6	2,3	1,4	-0,2	1,3	2,7	3,5	-0,8	4,7	.	0,7	5,6	8,9
IV	1,3	1,9	1,3	0,8	1,2	3,2	3,5	-1,2	5,4	.	1,4	5,0	9,4
2003 Sep	1,7	2,3	1,4	0,0	1,5	3,3	3,2	-0,8	4,6	.	0,7	5,1	9,3
Oct	1,1	2,0	1,4	0,5	1,2	3,7	3,3	-1,3	4,8	.	1,0	4,9	9,5
Nov	1,4	2,0	1,3	0,9	1,2	3,8	3,7	-0,9	5,6	.	1,5	5,3	9,5
Dic	1,2	1,8	1,3	1,0	1,2	2,2	3,5	-1,3	5,6	.	1,6	4,7	9,3
2004 Ene	1,0	1,3	1,4	2,0	0,6	1,6	4,0	-1,2	6,7	.	1,8	4,0	8,2
Feb	0,7	0,2	1,3	2,0	0,6	1,4	4,3	-1,2	7,0	.	1,8	3,6	8,4
Déficit (-)/ superávit (+) de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	3,1	2,8	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	1,7	0,0	-1,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	1,5	0,7	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB													
2001	47,8	54,4	38,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	47,2	52,6	38,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	45,0	51,8	39,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje, media del período													
2003 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	4,66	4,84	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	4,30	4,55	4,88	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	4,10	4,32	4,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB real													
2002	1,0	2,1	1,6	2,0	6,0	2,0	6,1	6,8	3,5	1,7	1,3	2,9	4,4
2003	0,0	1,6	2,2	2,9	.	2,0	7,4	.	.	.	.	2,3	4,2
2003 II	-0,1	0,6	2,2	2,6	3,5	1,3	6,2	6,7	2,4	0,7	3,8	2,1	3,8
III	-0,4	1,7	2,2	3,4	4,6	2,0	7,3	8,8	2,9	1,9	3,9	2,3	4,2
IV	0,3	2,3	2,7	3,1	.	2,5	7,4	.	.	.	.	2,5	4,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB													
2002	2,1	4,7	-1,6	-6,0	-11,9	-5,4	-7,4	-4,9	-3,7	-1,2	-2,6	1,4	-7,6
2003	3,0	6,5	.	.	-13,2	.	.	.	.	.	.	0,1	.
2003 II	3,2	5,8	-3,5	-7,1	-11,0	-3,8	-10,2	-7,3	-8,4	-6,2	-2,0	-0,4	-0,8
III	4,6	6,6	-2,6	-7,8	-9,9	11,0	-10,0	-5,3	-6,0	3,2	-1,0	1,9	2,1
IV	1,8	7,1	.	.	-16,2	.	.	.	.	.	.	-0,7	.
Costes laborales unitarios													
2002	2,0	0,2	2,8	-	2,0	-	0,0	-9,4	8,2	-	-	.	4,4
2003	2,2	1,0	.	-	6,4	-	.	.	.	-	-	.	6,5
2003 II	2,2	-	2,9	-	7,4	-	-	.	-	-	-	-	-
III	2,7	-	.	-	5,8	-	-	.	-	-	-	-	-
IV	2,8	-	.	-	.	-	-	.	-	-	-	-	-
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	7,5	19,8	6,1	18,7
2003	5,6	5,6	5,0	7,8	10,1	4,5	10,5	12,7	5,8	8,2	19,2	6,5	17,1
2003 II	5,6	5,5	5,0	7,8	10,4	4,5	10,4	13,0	5,8	8,1	19,2	6,5	17,2
III	5,8	5,6	4,9	8,0	10,1	4,6	10,4	12,5	5,7	8,4	19,2	6,6	16,8
IV	6,0	6,0	4,9	8,1	9,7	4,6	10,5	12,0	5,8	8,6	19,1	6,5	16,6
2003 Sep	5,8	5,7	4,9	8,0	10,0	4,6	10,4	12,4	5,8	8,5	19,2	6,7	16,7
Oct	5,9	5,9	4,9	8,1	9,8	4,6	10,4	12,2	5,8	8,6	19,1	6,6	16,6
Nov	6,0	6,0	4,9	8,1	9,7	4,6	10,5	12,1	5,8	8,7	19,1	6,5	16,6
Dic	6,1	6,0	4,8	8,1	9,6	4,7	10,5	11,9	5,9	8,7	19,1	6,4	16,6
2004 Ene	6,1	6,0	.	8,2	9,5	4,8	10,5	11,7	5,9	8,8	19,1	6,4	16,7
Feb	.	6,4	.	8,2	9,4	4,8	10,6	11,6	5,9	.	19,1	6,4	16,7

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

9.2 En Estados Unidos y Japón

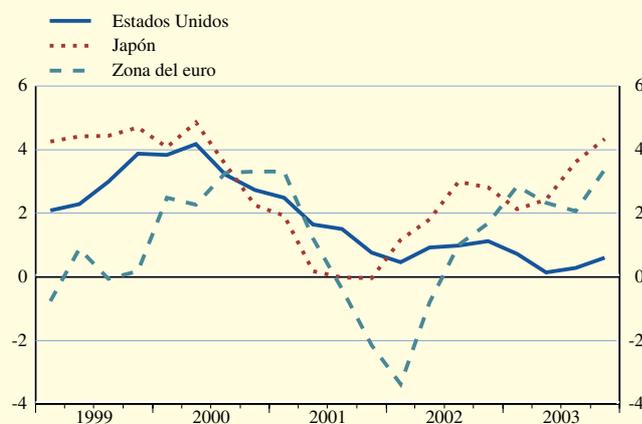
(tasas de variación interanuales, salvo indicación en contrario)

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 amplio ¹⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ²⁾ en %	Rendimiento de la deuda pública a 10 años ²⁾ en %	Tipo de cambio en ³⁾ moneda nacional por euro	Déficit (-)/superávit (+) presup. en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,4	44,2
2001	2,8	0,1	0,5	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,5	43,6
2002	1,6	-3,0	2,2	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,4	45,7
2003	2,3	0,4	3,1	0,1	6,0	6,2	1,22	4,00	1,1312	.	.
2003 I	2,9	0,4	2,1	0,7	5,8	6,4	1,33	3,90	1,0731	-4,2	46,2
II	2,1	1,1	2,4	-1,3	6,1	6,9	1,24	3,61	1,1372	-4,7	47,1
III	2,2	0,5	3,6	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,22	1,1248	-5,2	47,7
IV	1,9	-0,6	4,3	1,8	5,9	4,5	1,17	4,27	1,1890	.	.
2004 I ^(p)	.	.	.	.	.	.	1,12	4,00	1,2497	.	.
2003 Nov	1,8	-	-	1,8	5,9	4,2	1,17	4,29	1,1702	-	-
Dic	1,9	-	-	2,7	5,7	3,2	1,17	4,26	1,2286	-	-
2004 Ene	1,9	-	-	2,2	5,6	3,7	1,13	4,13	1,2613	-	-
Feb	1,7	-	-	3,4	5,6	4,0	1,12	4,06	1,2646	-	-
Mar ^(p)	.	-	-	.	.	.	1,11	3,81	1,2262	-	-
Japón											
2000	-0,7	-6,0	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,4	126,1
2001	-0,7	5,1	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,6
2002	-0,9	-3,2	-0,4	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	.	.
2003	-0,3	-4,1	2,7	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 I	-0,2	-6,8	2,8	5,5	5,4	1,9	0,06	0,80	127,59	.	.
II	-0,2	-3,2	2,3	2,2	5,4	1,6	0,06	0,60	134,74	.	.
III	-0,2	-1,8	2,1	0,9	5,2	1,8	0,05	1,20	132,14	.	.
IV	-0,3	-4,5	3,4	4,1	4,9	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 I ^(p)	.	.	.	.	.	.	0,05	1,31	133,97	.	.
2003 Nov	-0,5	-3,1	-	2,6	5,2	1,6	0,06	1,38	127,84	-	-
Dic	-0,4	-6,0	-	5,8	4,5	1,5	0,06	1,35	132,43	-	-
2004 Ene	-0,3	-	-	4,9	4,9	1,6	0,06	1,33	134,13	-	-
Feb	0,0	-	-	6,9	5,0	-	0,05	1,25	134,78	-	-
Mar ^(p)	.	-	-	.	.	.	0,05	1,35	133,13	-	-

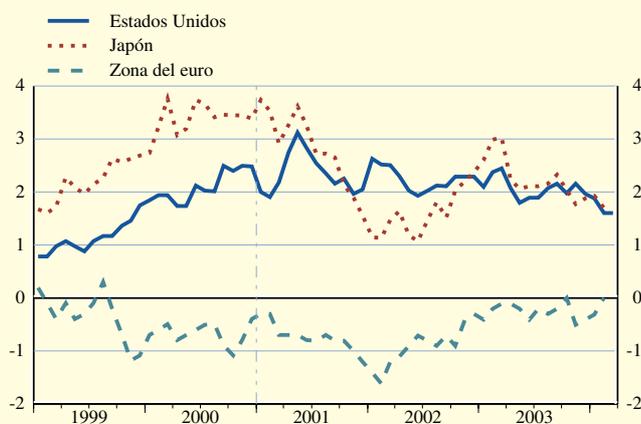
C35 Producto interior bruto a precios constantes

(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 8.2.
- 4) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

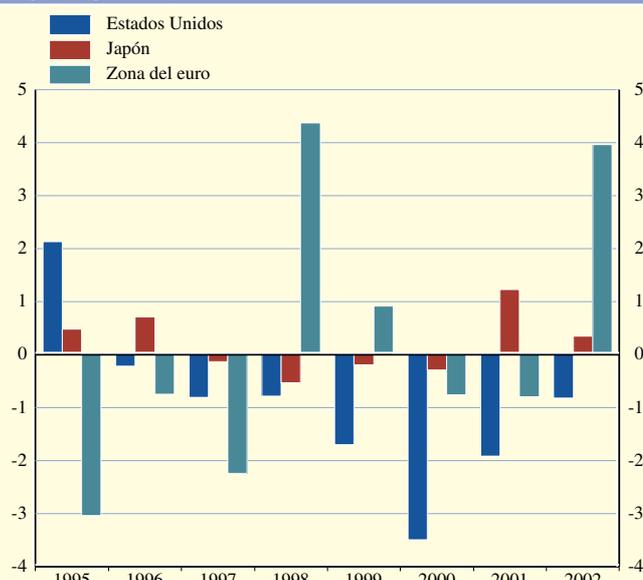
9.2 En Estados Unidos y Japón (en porcentaje del PIB)

2. Ahorro, inversión y financiación

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

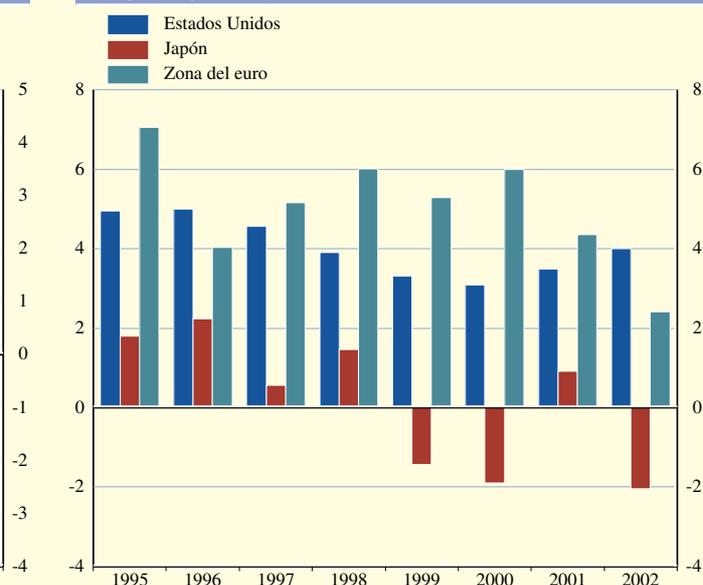
C37 Capacidad de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



C38 Capacidad de financiación de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)



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

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

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

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

LISTA DE GRÁFICOS

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

NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

(I. EVOLUCIÓN MONETARIA Y TIPOS DE INTERÉS)

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

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

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

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

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el

ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

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

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2001. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.int), sección «Statistics», apartado «Monetary statistics».

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

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

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

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 EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se

lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las 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), 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 crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

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

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

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

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

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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

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

jetos a ajustes previos por «días laborales». La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. Los datos de la balanza de rentas y de transferencias corrientes no están ajustados previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el *Boletín Mensual* es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 31 de marzo de 2004.

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

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

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

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

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

El grupo de «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.

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que 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 deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo

aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las operaciones principales de financiación (véase sección 1.3).

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

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

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

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

En el manual «Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, noviembre 1999) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre

2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

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

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

CUENTAS FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS

En las secciones 3.1 y 3.2 se presentan datos trimestrales sobre las cuentas financieras de los sectores no financieros de la zona del euro, correspondientes a las Administraciones Públicas (S.13 del SEC 95), las sociedades no financieras (S.11 del SEC 95) y los hogares (S.14 del SEC 95), incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (S.15 del SEC 95). Los datos comprenden los saldos sin desestacionalizar y las operaciones financieras clasificadas de conformidad con el SEC 95, y muestran las principales actividades de inversión financiera y de financiación

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Esta-

dos miembros que hubieran adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia las estadísticas.

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

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

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

En las columnas 1 a 4 se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones y las emisiones netas de todas las emisiones denominadas en euros. En las columnas 5 a 8 se recogen los saldos vivos, las emisiones brutas, las amortizaciones,

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

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

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

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

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

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un

emisor vende o amortiza las acciones por efectivo, excluidas las inversiones en las propias acciones del emisor. Las operaciones incluyen la primera cotización del emisor en una Bolsa y la creación o eliminación de nuevos instrumentos. El cálculo de las tasas de crecimiento interanuales excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

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

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

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

3 Los códigos del SEC 95 correspondientes a los distintos sectores que figuran en los cuadros del Boletín Mensual son los siguientes: IFM (incluido el Eurosistema), que comprende el BCE y los BCN de los países de la zona del euro (S.121) y otras instituciones financieras monetarias (S.122); instituciones financieras no monetarias, que incluye otros intermediarios financieros (S.123), auxiliares financieros (S.124) y empresas de seguros y fondos de pensiones (S.125); sociedades no financieras (S.11); Administración Central (S.1311); y otras Administraciones Públicas, que comprende la Administración Regional (S.1312), la Administración Local (S.1313) y las Administraciones de Seguridad Social (S1314).

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

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

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos

se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

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

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

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

Los índices de costes laborales (cuadro 3 de la sección 5.1) miden el coste laboral medio por hora

4 DO L 162, 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 86, 27.3.2001, p. 11.

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

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

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

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

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas a la suma de la cifra de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

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

déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo.

El cuadro 6.1 recoge los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁶, que modifica el SEC 95. En el cuadro 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

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

6 DO L 172 de 12.7.2000, p. 3.

7 DO L 131 de 28.5.2003, p. 20.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TIPOS DE CAMBIO

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

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

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

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE y a los países adherentes (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

3 DE ENERO DE 2002

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

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

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

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

10 DE JULIO DE 2002

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

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

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

5 DE DICIEMBRE DE 2002

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

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

9 DE ENERO DE 2003

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

23 DE ENERO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE, a fin de mejorar el marco operativo de la política monetaria, decide aplicar las dos medidas que se exponen a continuación:

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema en los años 1999 a 2001 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.

En primer lugar, se modificará el calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, con lo que cada período empezará siempre el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté prevista la valoración mensual de la política monetaria. Asimismo, como regla general, la aplicación de la variación de los tipos correspondientes a las facilidades permanentes coincidirá con el comienzo de un nuevo período de mantenimiento de reservas.

En segundo lugar, el plazo de vencimiento de las OPF se reducirá de dos semanas a una semana.

Está previsto que estas medidas entren en vigor en el primer trimestre del 2004.

En relación con la nota de prensa publicada el 10 de julio de 2002, el Consejo de Gobierno decide mantener en 15 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo durante el 2003. Al fijar este importe, se toman en consideración las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el 2003, así como el deseo del Eurosistema de seguir proporcionando la mayor parte de la liquidez a través de sus operaciones principales de financiación.

6 DE FEBRERO DE 2003

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

6 DE MARZO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,25 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la ope-

ración que se liquidará el 12 de marzo de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 3,5% y el 1,5%, respectivamente, con efectos a partir del 7 de marzo de 2003.

3 DE ABRIL DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

8 DE MAYO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2,5%, 3,5% y 1,5%, respectivamente.

Asimismo, da a conocer los resultados de la valoración de la estrategia de política monetaria del BCE que ha llevado a cabo. Esta estrategia, que fue hecha pública el 13 de octubre de 1998, se articula en torno a tres elementos principales: una definición cuantitativa de estabilidad de precios, un papel destacado asignado al dinero en el marco de la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios y una valoración de las perspectivas de la evolución de los precios basada en un conjunto amplio de indicadores.

El Consejo de Gobierno confirma la definición de estabilidad de precios formulada en octubre de 1998, es decir: «La estabilidad de precios se define como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro; la estabilidad de precios ha de mantenerse a medio plazo». Simultáneamente, el Consejo de Gobierno acuerda que, al objeto de lograr la estabilidad de precios, dirigirá sus esfuerzos a

mantener la tasa de inflación cercana al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno confirma que sus decisiones de política monetaria seguirán fundamentándose en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno desea aclarar en su comunicación las funciones respectivas del análisis económico y del análisis monetario con vistas a la adopción de una posición global unificada sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

A fin de poner de relieve la naturaleza a plazo más largo del valor de referencia del crecimiento monetario como criterio de valoración de la evolución monetaria, el Consejo de Gobierno ha decidido, asimismo, que la revisión del valor de referencia dejará de tener carácter anual, si bien se seguirá realizando una valoración de las condiciones y supuestos subyacentes.

5 DE JUNIO DE 2003

El Consejo de Gobierno del BCE decide rebajar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 0,5 puntos porcentuales, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de junio de 2003. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 6 de junio de 2003.

10 DE JULIO, 31 DE JULIO, 4 DE SEPTIEMBRE, 2 DE OCTUBRE, 6 DE NOVIEMBRE, 4 DE DICIEMBRE DE 2003 Y 8 DE ENERO DE 2004

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

12 DE ENERO DE 2004

El Consejo de Gobierno del BCE decide aumentar de 15 mm de euros a 25 mm de euros el importe que adjudicará en cada una de las operaciones de financiación a plazo más largo que se llevarán a cabo en el año 2004. Al fijar este importe, se han tomado en consideración las mayores necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro previstas para el año 2004. No obstante, el Eurosistema seguirá proporcionando la mayor parte de la liquidez mediante sus operaciones principales de financiación. El Consejo de Gobierno podrá ajustar de nuevo el importe de adjudicación a principios del 2005.

5 DE FEBRERO Y 4 DE MARZO DE 2004

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

10 DE MARZO DE 2004

De conformidad con la decisión del Consejo de Gobierno del 23 de enero de 2003, el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se reduce de dos semanas a una semana, y se modifica el período de mantenimiento del sistema de reservas mínimas del Eurosistema, que se iniciará en la fecha de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria, en lugar del día 24 de cada mes.

1 DE ABRIL 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 DE ENERO DEL 2003

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2003. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre enero y marzo 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.

- «La influencia de la política fiscal en la estabilidad macroeconómica y en los precios», abril 2004.
«Evolución futura del sistema TARGET», abril 2004.
«Los socios del proceso de Barcelona y su relación con la zona del euro», abril 2004.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 8 «An introduction to the ECB's survey of professional forecasters», por J. A. García, septiembre 2003.
9 «Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications», por M. G. Briotti, febrero 2004.
10 «The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review», por un equipo dirigido por P. Backé y C. Thimann e integrado por O. Arratibel, O. Calvo-González, A. Mehl y C. Nerlich, febrero 2004.
11 «Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases», por A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich y C. Thimann, febrero 2004.
12 «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages», por R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, marzo 2004.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
302 «Deposit insurance, moral hazard and market monitoring», por R. Gropp y J. Vesala, febrero 2004.
303 «Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU», por A. Alfonso y R. Strauch, febrero 2004.
304 «Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics», por A. Trigari, febrero 2004.
305 «A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting», por C. Morana, febrero 2004.
306 «A markup model of inflation for the euro area», por C. Bowdler y E. S. Jansen, febrero 2004.
307 «Budgetary forecasts in Europe - the track record of stability and convergence programmes», por R. Strauch, M. Hallerberg y J. von Hagen, febrero 2004.
308 «International risk-sharing and the transmission of productivity shocks», por G. Corsetti, L. Dedola y S. Leduc, febrero 2004.
309 «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», por J. Sousa y A. Zaghini, febrero 2004.
310 «International equity flows and returns: a quantitative equilibrium approach», por R. Albuquerque, G. H. Bauer y M. Schneider, febrero 2004.
311 «Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries - an intertemporal approach», por M. Bussière, M. Fratzscher y G. J. Müller, febrero 2004.
312 «Similarities and convergence in G-7 cycles», por F. Canova, M. Ciccarelli y E. Ortega, febrero 2004.
313 «The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area», por G. de Bondt y D. Marqués, febrero 2004.
314 «Exchange rate risks and asset prices in a small open economy», por A. Derviz, marzo 2004.
315 «Option-implied asymmetries in bond market expectations around monetary policy actions of the ECB», por S. Vähämaa, marzo 2004.

- 316 «Cooperation in international banking supervision», por C. Holthausen y T. Rønde, marzo 2004.
- 317 «Fiscal policy and inflation volatility», por P. C. Rother, marzo 2004.
- 318 «Gross job flows and institutions in Europe», por R. Gómez-Salvador, J. Messina y G. Vallanti, marzo 2004.
- 319 «Risk sharing through financial markets with endogenous enforcement of trades», por T. V. Köppl, marzo 2004.
- 320 «Institutions and service employment: a panel study for OECD countries», por J. Messina, marzo 2004.
- 321 «Frequency domain principal components estimation of fractionally cointegrated processes», por C. Morana, marzo 2004.
- 322 «Modelling inflation in the euro area», por E. S. Jansen, marzo 2004.
- 323 «On the indeterminacy of New-Keynesian economics», por A. Beyer y R. E. A. Farmer, marzo 2004.
- 324 «Fundamentals and joint currency crises», por P. Hartmann, S. Straetmans y C. G. de Vries, marzo 2004.
- 325 «What are the spillovers from fiscal shocks in Europe? An empirical analysis», por M. Giuliodori y R. Beetsma, marzo 2004.
- 326 «The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis», por L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, marzo 2004.

OTRAS PUBLICACIONES

- «EU banking sector stability», febrero 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions and institutions subject to minimum reserves», febrero 2003.
- «Review of the foreign exchange market structure», marzo 2003.
- «Structural factors in the EU housing markets», marzo 2003.
- «List of Monetary Financial Institutions in the accession countries», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions», marzo 2003.
- «Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat). Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics», marzo 2003.
- «TARGET Annual Report 2002», abril 2003.
- «Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units», abril 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries», mayo 2003.
- «Money, banking and financial market statistics in the accession countries. Methodological Manual. Vol. 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries», mayo 2003.
- «Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods», mayo 2003.
- «Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology», mayo 2003.
- «The transformation of the European financial system, Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main», junio 2003.
- «Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty», junio 2003.

«Developments in national supervisory structures», junio 2003.

«Criterios de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros», junio 2003.

«Informe sobre la evolución hacia una zona única de pagos para el euro», junio 2003.

«Modificaciones de las medidas de control de riesgos de los activos de garantía de la lista uno y de la lista dos», julio 2003.

«Las estadísticas del BCE: Resumen», agosto 2003.

«Portfolio investment income: Task force report», agosto 2003.

«The new Basel Capital Accord», agosto 2003.

«Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures», septiembre 2003.

«Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20)», 22 de septiembre de 2003.

«Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», septiembre 2003.

«Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties», septiembre 2003.

«Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries», octubre 2003.

«Manual on MFI interest rate statistics- Regulation ECB/2001/18», octubre 2003.

«European Union balance of payments/international investment position statistical methods», noviembre 2003.

«Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», noviembre 2003.

«Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002», noviembre 2003.

«TARGET: the Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer system - update 2003», noviembre 2003.

« TARGET2: the payment system of the eurosystem», noviembre 2003.

«Seasonal adjustment», noviembre 2003.

«Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on regulatory capital review», noviembre 2003.

«EU banking sector stability», noviembre 2003.

«Review of the international role of the euro», diciembre 2003.

«Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to the acceding countries», diciembre 2003.

«Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations», enero 2004.

«The monetary policy of the ECB», enero 2004.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», febrero 2004.

«Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10», febrero 2004.

«Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)», febrero 2004.

«Foreign direct investment task force report», marzo 2004.

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 Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios durante un período de mantenimiento de alrededor de un mes.

Facilidad de depósito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central, y los activos exteriores netos de los bancos centrales.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los países de la UE.

Índice de costes laborales por hora: medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (así como las primas salariales de cualquier tipo), las cotizaciones sociales a cargo de la empresa y otros costes laborales (como los costes de formación, de contratación e impuestos relacionados con el empleo), neta de subvenciones por hora efectivamente trabajada. Los costes por hora se calculan dividiendo el total de dichos costes para todos los asalariados por el total de horas trabajadas (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero de la zona del euro: media ponderada de los precios de los consumos intermedios en las manufacturas, calculada a partir de las encuestas sobre la actividad en el sector manufacturero realizadas en algunos países de la zona del euro.

Índice de salarios negociados: medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Instituciones financieras monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el BCE, los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro y las entidades de crédito y fondos del mercado monetario radicados en la zona.

Inversiones de cartera: registro de las adquisiciones netas de valores emitidos por no residentes en la zona del euro por residentes en la zona («activos») y de las adquisiciones netas de valores emitidos por residentes en la zona del euro por no residentes en la zona («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones en forma de bonos y obligaciones y de instrumentos del mercado monetario. Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de los derechos de voto.

Inversiones directas: inversión transfronteriza que refleja el objetivo de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de los derechos de voto). Las inversiones directas registran las adquisiciones netas de activos en el exterior por residentes en la zona del euro (como «inversión directa en el exterior») y las adquisiciones netas de activos en la zona del euro por no residentes (como «inversión directa en la zona del euro»). Las inversiones directas incluyen acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho. Comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio. Comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: agregado monetario amplio. Comprende M2 y los instrumentos negociables, es decir, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros que no participan en la tercera fase de la UEM.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de mercado abierto mensual llevada a cabo por el Eurosistema, con vencimiento habitual a tres meses. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el volumen que se adjudicará se anuncia con antelación.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto semanal llevada a cabo por el Eurosistema. En el 2003 el Consejo de gobierno decidió que, a partir de marzo del 2004, el vencimiento de estas operaciones pasaría a ser de dos a una semana. Las operaciones se ejecutan mediante subastas a tipo de interés variable, y el tipo mínimo de puja se anuncia con antelación.

Paridad central: tipo de cambio frente al euro de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: comprenden depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: suma de los trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo. También se le denomina posición acreedora neta frente al exterior.

Precios industriales: medida del precio de venta a pie de fábrica (excluidos los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: medida del valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: medida de la producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras; habitualmente se mide como el PIB a precios constantes, dividido, bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): resultado final de la actividad productiva. Corresponde a la producción de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): el déficit de las Administraciones Públicas se define como la necesidad de financiación y corresponde a la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos. La ratio de déficit se define como la proporción entre el déficit público y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda (Administraciones Públicas): la deuda de las Administraciones Públicas se define como la deuda bruta total, a su valor nominal, que permanece viva a fin de año, consolidada entre sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se define como la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios corrientes de mercado, y está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea.

Remuneración por asalariado: se define como la remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados. La remuneración incluye los sueldos y salarios brutos, así como las primas, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa. La remuneración por asalariado se define como la remuneración total dividida por el número total de asalariados.

Subasta a tipo de interés fijo: procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: procedimiento de subasta por el cual las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): los tipos de cambio efectivos nominales del euro son una media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a las monedas de un grupo reducido y otro amplio de socios comerciales. Las ponderaciones utilizadas reflejan la cuota de cada socio en el comercio de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes extranjeros en relación con los precios de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y de costes.

Tipos de interés oficiales del BCE: los tipos de interés, fijados por el Consejo de Gobierno, que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son el tipo mínimo de puja aplicable a las operaciones principales de financiación, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito.

Vacantes: medida de los empleos de nueva creación, de las vacantes sin cubrir o de los puestos de trabajo que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Las acciones suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se

reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: medida de la volatilidad esperada (desviación típica en términos de tasas de variación anualizadas) del precio de los valores de renta fija y de renta variable, por ejemplo, (o de los futuros correspondientes), que puede obtenerse a partir del precio de las opciones.